

汇添富基金·世界资本经典译丛

大熊市

——危机市场生存与盈利法则

［美］约翰·罗斯查尔德（John Rothchild）著

上海财经大学出版社



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net


汇添富基金·世界资本经典译丛

大熊市

——危机市场生存与盈利法则

[美] 约翰·罗斯查尔德 (John Rothchild) 著
顾安 CFA 译


上海财经大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拨动琴弦

唱一首经典

资本脉络

在伦巴第和华尔街坚冷的墙体间，仍然

依稀可见



千百年后

人们依然会穿过泛黄的书架

取下

这些书简

就像我们今天，怀念

秦关汉月

大漠孤烟

……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汇添富基金·世界资本经典译丛
编辑委员会

编委会主任　丛树海

编委会执行主任　张　晖　于东升

编　委
黄　磊　袁　敏
韩贤旺　钱　慧
于凌波　刘劲文
魏小君　王　波
曹翊君　郭　君
金德环　田晓军
柳永明　骆玉鼎
周继忠　崔世春

策　划　黄　磊　于凌波

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总 序

“世有非常之功，必待非常之人。”中国正在经历一个前所未有的投资大时代，无数投资者渴望着有机会感悟和学习顶尖投资大师的智慧。

有史以来最伟大的投资家，素有“股神”之称的巴菲特有句名言：成功的捷径是与成功者为伍！（It's simple to be a winner，work with winners！）

向成功者学习是成功的捷径，向投资大师学习则是投资成功的捷径。

巴菲特原来做了十年股票，当初的他也曾经到处打听消息，进行技术分析，买进卖出做短线，可结果却业绩平平。后来他学习了格雷厄姆的价值投资策略之后，投资业绩很快有了明显改善，他由衷地感叹道：“在大师门下学习几个小时的效果，远远胜过我自己过去十年里自以为是的天真思考。”

巴菲特不但学习了格雷厄姆的投资策略，还进一步吸收了费雪的投资策略，将二者完美地融合在一起。他称自己是“85%的格雷厄姆和15%的费雪”，他认为这正是自己成功的原因：“如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有。”

可见，要想投资成功很简单，那就是：向成功的投资人学投资，而且要向尽可能多的杰出投资专家学投资。

源于这个想法，汇添富基金管理有限公司携手上海财经大学出版社，共同推出这套“汇添富基金·世界资本经典译丛”。开卷有益，本套丛书上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及1644年的华尔街，时间跨度长达300余年，汇添富基金希望能够借此套丛书，向您展示投资专家的大师风采，让您领略投资世界中的卓绝风景。

在本套丛书的第一辑、第二辑里，我们为您奉献了**《伦巴第街》**、**《攻守兼备》**、**《价值平均策略》**、**《浮华时代》**、**《忠告》**、**《尖峰时刻》**、**《战胜标准普尔》**、**《伟大的事业》**、**《投资存亡战》**、**《黄金简史》**、**《华尔街的扑克牌》**、**《标准普尔选股指南》**、**《华尔街五十年》**、**《戈尔康达往事》**、**《铁血并购》**、**《先知先觉》**等16本讲述国外金融市场历史风云与投资大师深邃睿智的经典之作。而在此次推出的第三辑中，我们还将向您推荐6本同样具有震撼阅读效应的经典投资著作。

漫漫财富路，智慧最可贵。本辑丛书为广大投资者准备了一席精彩纷呈的投资智慧大餐。其中的**《共同基金必胜法则——聪明投资者的新策略》**一书作者约翰·C. 鲍格尔通过援引潘恩和格雷厄姆的著作，向人们说明了一个简单的道理：在长期内，要想获得最大可能的市场收益率，就必须降低买入和持有基金的成本。而基民要做的，就是购买运行成本低、没有或很少有佣金的基金，尤其是低成本的指数基金，然后持有尽可能长的一段时间。本书最大的启示就是投资者财富的变化与管理其财富的共同基金的治理结构是分不开的。共同基金的治理结构对个人投资者财富的影响的深刻见解是本书的最大卖点。**《智慧——菲利普·凯睿的投机艺术》**则涵盖了20世纪初在经济繁荣和经济萧条形势下的明智投资行为，汇聚了菲利普·凯睿投机型投资艺术理念的精髓，深入剖析了影响股价起落涨跌的各种因素，向投资者提出了恳切的忠告。作为传世之作，它属于历史，更属于当今经济形势下的股市投资者。阅读本书将是一个赢得智慧的过程，更是一个获得享受的过程。而**《投资游戏—— 一位散户的投资之旅》**一书记叙了作者约翰·罗斯查尔德亲身经历的、为时一年的一次投资之旅。作者以一个普通投资者的视角、尖锐而诙谐的笔触，深入而幽默地描写了散户投资者在追求财富时所遭遇的困境，从股本的筹集到股票的选择，从见识分析师和买方到对股票经纪人的认识，从如何预测到内幕消息的利用，内容涉及整个投资世界，包括其中的人物、机构、习俗和传说。

本辑丛书还继续为读者展示华尔街数百年来的传奇往事，演绎一代金融大亨的并购风云，解读应对熊市危机的生存法则。**《华尔街传奇》**由弗雷德里克·希尔和约翰·穆迪两位作者合作完成。本书上篇“华尔街故事”主要介绍从1644年至第一次世界大战的近300年间，华尔街如何从最初



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的一处牲口围栏演变成了世界的金融心脏，内容涉及美国历史上众多著名事件，譬如为争取出版自由的战斗，《独立宣言》的产生，独立革命的序幕，美国定都，华尔街由政治家的学校中心走向世界瞩目的经济中心，等等。下篇“资本大亨”主要刻画了在华尔街演变为世界金融中心的过程中几个资本大亨如何运筹帷幄、叱咤风云的传奇故事，譬如摩根财团的崛起，钢铁大亨的诞生，巨额融资的顶峰，华尔街与第一次世界大战的关系，等等。《**孤注一掷——罗伯特·康波并购风云录**》则生动地描绘了美国 20 世纪 80 年代的全国性并购热潮——新一代无所畏惧的企业家空手套白狼，以几乎不掏自己分文的方式赚到了数不尽的财富。加拿大房地产开发商罗伯特·康波借贷 110 亿美元先后收购了美国两大零售业百货公司——联盟百货和联邦百货，这一以小搏大的壮举使他从初至华尔街的无名小辈摇身变为美国顶级投行和经纪商趋之若骛的“卓越价值客户”！并购产生的巨额佣金和贷款利息诱使经纪商和投行一步步陷入重复借贷的深渊，甚至不惜押上自己的所有资本。先凭借过度杠杆融资，再以出售被收购公司资产还债，最终导致原来运营良好的公司破产，康波并购案对零售业、垃圾债券市场等的负面影响远远超过大多数人的想象。该书最早于 1991 年出版，并于 1992 年、2000 年再版。《**大熊市——危机市场生存与盈利法则**》一书对世界上历次不稳定的处于转折的危机市场进行了独特、深刻的解读，提供了关于在价格调整时如何获利(或至少减少损失)的建议。通过美国著名金融类畅销书作家罗斯查尔德诙谐、睿智的笔触，19 世纪以来美国股市几次从空头转向多头的历史经验跃然纸上，相信所有的投资者，无论是新手还是专业人士，都会从中得到解读危机市场的丝丝线索。

投资者也许会问：我们向投资大师、投资历史学习投资真知后，如何在中国股市实践应用大师们的价值投资理念？

事实永远胜于雄辩。中国基金行业从创立至今始终坚持和实践价值投资与有效风险控制策略，相信我们十年来的追求探索已经在一定程度上回答了这个问题：

首先，中国基金行业成立十年来的投资业绩充分表明，在中国股市运用价值投资策略同样是非常有效的，同样能够显著地战胜市场。几年来我们旗下基金的优秀业绩，就是最好的证明之一。价值投资最基本的安全边际原则是永恒不变的，坚守价值投资，肯定会有良好的长期回报。

其次，我们的经历还表明，在中国股市运用价值投资策略，必须结合中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国股市以及中国上市公司的实际情况，做到理论与实际相结合，勇于创新。事实上，作为价值型基金经理人的彼得·林奇，也是在反思传统价值投资分析方法的基础上，推陈出新，才取得了超越前人的业绩的。

最后，有一点需要强调的是，我们比巴菲特、彼得·林奇等人更加幸运的是，我们有中国经济持续快速稳定发展这样一个良好的大环境，我们有一个经过改革后基本面发生巨大变化的证券市场，我们有一批成长非常快速的优秀上市公司，这将使我们拥有更多、更好的投资机会。

我们有理由坚信，只要坚持基于深入基本面分析的价值投资理念，不断积累经验和总结教训，不断完善和提高自己，中国基金行业必将能为投资者创造长期稳定的较好的投资回报。

“他山之石，可以攻玉。”十余年前，当我在上海财经大学读书的时候，也曾经阅读过大量海外经典投资书籍，获益匪浅。今天，我们和上海财经大学出版社一起，精挑细选了上述这些书籍，力求使投资者能够对一个多世纪的西方资本市场发展窥斑见豹，有所感悟；而其中的正反两方面的经验与教训，亦可为我所鉴，或成为成功投资的指南，或成为风险教育的反面教材。

“冬天已经到了，春天还会远吗。”本辑资本经典译丛出版之际，国内证券市场正经历着自 2007 年底以来牛熊转换的剧烈阵痛。冬寒刺骨，阴风凛冽，投资者信心严重受挫。“天涯也有江南信，梅破知春近。”相信本辑丛书的顺利推出，将会为投资者带来严冬之际的缕缕馨香和点点春意。面对熊市，投资信心与智慧不可或缺，须知熊市肆虐之时，牛市亦非久远矣。

“辉煌源于价值，艰巨在于漫长。”对于投资者来说，注重投资内在价值，精心挑选稳健的投资品种，进行长期投资，将会比花心思去预测市场走向、揣测指数高低更为务实和有意义得多。当今中国正处在一个高速发展的黄金时期，站在东方大国崛起的高度，不妨看淡指数，让自己的心态从容超越股市指数的短期涨跌，让我们一起从容分享中国资本市场的美好未来。在此，汇添富基金期待着与广大投资者一起，伴随着中国证券市场和中国基金业的不断发展，迎来更加辉煌灿烂的明天！

张　晖
汇添富基金管理有限公司投资总监
2008 年 12 月 28 日



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致谢

是约翰·威利出版社(John Wiley & Sons)的梅莱斯·桑普森(Myles Thompson)先生对本书出版的热情关心,使得作者的写作未敢有半点懈怠。詹妮弗·宾科特(Jennifer Pincott)加班加点工作促使手稿成型,有一天深夜当办公室取暖系统关闭后,她仍然裹着一条毛毯在继续工作。奥格·玛雅(Olga Moya)帮助核实事实;安德里·阿博特(Andrea Abbott)解决市场营销方面的每一个细节问题;劳里·桑普森(Laurie Thompson)负责公关部门。威利出版社的玛丽·丹尼洛(Mary Daniello)和南希·马库斯·兰德(Nancy Marcus Land) 以及她们在得克萨斯州分部的同事一道完成了本书。还要感谢梅莱斯·桑普森先生的助理雷纳·皮利(Renea Perry)和大卫·蒂洛萨(David DeRosa)对本书的部分章节提供了专业的反馈。

其他为本书的写作付出了时间、精力的人包括:

晨星公司(Morningstar)的安妮特·劳森(Annette Larson),她从晨星公司的 Principia 软件程序中提取了所有关于低风险共同基金的数据。

泽维格研究机构的马蒂·泽维格(Marty Zweig),艾玛·李维斯(Emma Lewis),卡洛·R. 怀特海德(Carol R. Whitehead)。

标准普尔(Standard & Poor's)的山姆·斯托弗(Sam Stovall)。

投资技术研究公司(InvesTech Research)的吉姆和丽萨·斯塔克(Jim and Lisa Stack),玛丽娜·洛萨(Marianne Rosar)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

埃利亚特·维夫国际公司(Elliott Wave)的鲍勃·普莱彻特(Bob prechter),德夫·奥曼(Dave Allman),萨里·韦伯(Sally Webb)。

奈德·戴维斯研究公司(Ned Davis Research)的奈德·戴维斯,比尔·海耶斯(Bill Hayes),卡伦·图特尔(Karen Tuttle)。

CNBC 的隆·英萨纳(Ron Insana),吉姆·罗杰斯(Jim Rogers)。

赫尔国际公司(Holl International)的埃里克·弗莱(Eric Fry)。

里皮分析公司(Lipper Analytical)的安吉拉·特拉波斯(Anjela Traboulsi)。

所罗门/史密斯·巴尼公司(Salomon/Smith Barney)的亚当·卡林(Adam Carlin),理查德·波蒙特(Richard Bermont)。

罗斯尔德集团(Leuthold Group)的吉姆·弗洛伊德(Jim Floyd)。

来自于卖空集团的吉姆·卡诺斯(Jim Chanos),比尔·弗莱克斯特恩(Bill Fleckenstein),佛斯巴克兄弟(Feshbach brothers),卡瑟琳·斯塔雷(Kathryn Staley),比尔·麦克盖尔(Bill McGarr)。

伊丽莎白·达汉索夫(Elizabeth Darhansoff),版权代理商,作家的最好的朋友,是任何一家出版社合同部门值得尊敬的对手。

哈利·斯特朗克(Harry Strunk),联系富有的投资者和资金管理者,这些资金管理者把保护本金作为头等目标。

来自赫斯科组织(Hirsch orgnization)的杰夫和耶鲁·赫斯科(Jeff and Yale Hirsch),出版了《股票交易者年鉴》(*Stock Trader's Almanac*)。

麦克尔·奥海金斯(Michael O'Higgins),《战胜道一琼斯指数》(*Beating the Dow*)的作者,运用"道一琼斯之狗"理论的投资者,目前正在下一本书而工作——《用债券战胜道一琼斯指数》(*Beating the Dow with Bonds*)。

约翰·瓦格纳(John Waggoner),《今日美国》(*USA Today*)的专栏作家,《货币疯狂》(*Money Madness*)的作者。

马克·法伯(Marc Faber),独立投资者,《萧条,繁荣和毁灭报告》(*Gloom, Boom & Doom Report*)的编辑。

吉姆·格兰特(Jim Grant),《格兰特利率观察家》(*Grant's Interest Rate Observer*)。

尼克·高登(Nick Gulden),维多利亚·霍夫斯塔德(Victoria Hofstead),ING 巴林银行(ING Barings)。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乔治·马丁(George Martin),马萨诸塞大学阿默斯特管理学院。

艾尔·辛德灵格(Al Sindlinger),辛德灵格消费者研究公司。

理查德·罗素(Richard Russell),《道指理论的信》(*Dow Theory Letter*)的出版者。

约翰·丹尼斯·布朗(John Dennis Brown),《痛苦的盈利》(*Panic Profits*)的作者。

威廉·奥尼尔(William O'Neil),约翰·施奈尔德(John Schnieders),《投资者财经日报》(*Investor's Business Daily*)。

苏珊娜·维特伯特(Suzanne Wittebort),穆迪投资者服务公司(Moody's Investors Service)。

林·纽曼(Lynn Newman),纽约证券交易所。

南希·斯密斯(Nancy Smith),证券和交易委员会。

鲍尔·斯蒂芬(Paul Stephens),罗伯特森·斯蒂芬(Robertson Stephens),旧金山。

斯塔夫·诺维兹(Steve Norwitz),T. 荣威价格联盟(T. Rowe Price)。

里克·普斯(Rick Pucci),I/B/E/S 国际公司。

麦克·吉米特(Mike Gmitter),证券研究公司。

罗伯特·哈格斯特拉姆(Robert Hagstrom),《沃伦·巴菲特之路》(*The Warren Buffett Way*)的作者。

詹姆斯·里伯拉(James Libera),《全国封闭基金报告》(*Closed-End Country Fund Report*)的出版者。

哈利·布罗尼(Harry Browne),政府蒙骗术的挑战者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前 言

1998 年上半年，已有 8 200 万美国人成为股票持有者，他们多数是通过共同基金间接持股，至少一半人持有股票少于 8 年。他们的钱迟早会碰到熊市，历史上从来没有这么多新积累的财富与股票相连，也从未出现过如此多的投资者能长期地避开熊市。

1987 年出现过大崩盘，1990 年经历了温和的熊市，但除去这两次中断之外，牛市已经持续了一代：这足够投资者的下一代成长为投资者，更不用说经纪人、交易员、基金经理和那些撰写看好市场的报告从而不断推高股票价格的分析师们。股票价格上涨了如此长的时间，以至于人们已经忘记熊市是什么样，以及如何保护他们的投资组合不受熊市所创造浩劫的影响。

不可否认熊市不可避免。根据标准的熊市定义——股票价格从高点下跌 20%——我们会像总统选举一样经常看到的熊市——每 4 年一次。根据不同的统计，20 世纪大约出现了 24～26 次熊市。令人厌恶的熊市每 6.5 年出现一次。10%的小幅下跌称为“调整”，大约每 2 年出现一次。两者一道考虑，这些小幅或大幅的下跌在过去 100 年中有 33 年带来了损失，使投资者在约 1/3 的时间里感到不愉快。

不够走运的股票筛选者通常发现他们处于个人熊市当中：他们自己的股票在下跌，而其他人的股票都在上涨。这比整体的熊市更难以承受，毕竟整体熊市中的不幸是有人做伴的。即使是在牛市中，股票在一年中高点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和低点间的振幅平均也有 50%，例如从 10 美元涨到 12.5 美元然后跌到 7.5 美元。股票持有者将承担净值的不断波动。共同基金的波动较小，账面的盈利和亏损都被平滑了。

牛市的游说者坚持认为未来熊市将比其前辈更短暂且更不具破坏性，理由很多，例如“艾伦·格林斯潘(Alan Greenspan)不会让熊市自行其道”。格林斯潘是美国联邦储备委员会(Federal Reserve Board，简称美联储)的主席(格林斯潘 1987 年 8 月～2006 年 1 月任美联储主席。——译者注)，美联储扮演着投资者的工程兵的角色。美联储通过将资金注入或抽离银行来控制全国的金融体系，就像工程兵把水注入和抽离水库来控制河流和湖泊一样。熊市的影响在现代社会中已经相对减弱，但它们仍然在美联储没能控制住金融时频繁地发生。自 1956 年以来，市场出现了 14 次熊市，或者说每 3 年出现一次。

在图书馆的商业和金融书籍中，我们可以很容易找到关于如何在股票价格上涨时获利的建议，但关于在价格调整时如何获利(或至少减少损失)的建议则很难找到。在关于如何投资的书籍的名字中很少涉及“熊”的字眼。

有一些关于世界末日的畅销书，如拉维·巴塔拉(Ravi Batra)的《1990年大萧条》(*The Great Depression of* 1990，Simon & Schuster，1987)，或者豪沃德·鲁夫(Howard Ruff)的《在即将到来的坏年景中如何成功》(*How to Prosper During the Coming Bad Years*，Warner Books，1979)。书中鲁夫告诉读者存储罐装的面条，加入物物交换的团体，等待文明的崩溃。但文明没有崩溃，如 1979 年，那些世界末日畅销书的读者拿着供给过量的罐头，对于如何应对股票市场的下一次下跌仍然没有头绪。

事实上，很难想像一个国家没有经受过不可避免的市场下跌所带来的教训，那将会是灾难性的。经纪公司和共同基金公司时不时会给投资者提示市场的风险，但是像父母向孩子们讲解性问题一样，题目使他们很紧张。基于相同的原因，金融资讯中熊市很少被提及。迈阿密海滩从来不被用于开追悼会——为什么要在负面新闻上花心思而破坏了有趣的生活呢?

这当然不是巧合，美林公司(Merrill Lynch)把牛作为其吉祥物，把“看涨美国”作为公司格言。即使市场下跌有可能会带来更多的业务机会，也没有一个投资公司敢用“看跌美国”作为口号。总之，美国是一个产生看涨短语的国家，如“向上，向上，并继续(up, up, and away)”、“愉快的一天



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Have a nice day)”、“能够做(Can do)”、“成为明星的阶梯”和“每件事都在成长中(Everything's coming up roses)”。

每一个飓风的季节，在情况危急之前，佛罗里达州的人们都被提醒要准备蜡烛和手电筒、在浴缸中储满水、收起百叶窗和寻找高地。每一个暴风雪季节，明尼苏达州的人们被告知存储取暖用油、调节壁炉、打扫烟囱、安装雪地轮胎，在公路上撒盐和在进门处悬挂铲子，对于汽车在结冰的公路上的事故，全州都进行了保险并准备理赔。但当熊市发生时，多数投资者没有做好准备，也没有保险。最近的一次罗·哈里斯普查(Lou Harris Survey)显示，许多被调查者会对下一次下跌感到吃惊：40%的人对从现在到 2007 年股票市场会出现一次 10%的下跌感到怀疑(本书出版于 1998 年。——译者注)。

你应该卖掉股票，藏身于现金之中么？应该卖出部分股票而买入其他一些股票么？应该转换到共同基金中么？还是应该等待它的结束？应该什么也不做，任凭你的资产上下波动？应该止损，转为投资债券、黄金或货币市场？应该把一只股票换为另一只，或卖掉小盘股基金而买入大盘股基金，或是卖掉增长型基金转为投资增长和收入型基金？这些决策最好提前想清楚，同样的原因，最好在房子着火前就制定一条逃跑的路线。

本书的目标是弥补熊市信息缺失的缺口。内容包括如何应付恐慌、崩盘、调整和投资组合受损的建议。多数建议直接来自于投资顾问、策略分析师和基金管理人，他们已经在预期某个时间熊市到来。许多人的钱包和自尊都遭受了痛苦，他们坚持直面那些对于过早叫喊熊市到来的嘲讽和批评。早晚，可能是很快，市场将证明他们是正确的。

对熊市投资者而言很好的一个单词

似乎没有人知道这两只动物如何与金融市场的盈亏联系到了一起，似乎也可以用凤凰或野兔来表示向上，用鸵鸟或田鼠来表示向下。一种理论认为这些术语来自中世纪，当时牛和熊的搏斗吸引了人群来到当地的集市，可能是为这一搏斗打赌的人们把牛、熊的术语引入到了交易员的词汇。

在每一笔交易中，从每蒲式耳(bushel，谷物、水果等的容量单位。——译者注)的小麦到一桶一桶的原油，从二手车到跳蚤市场上有裂痕的镜子，都存在牛市和熊市。牛是商品的买家，熊是卖家。在华尔街上，股票只值有人愿意为它付的价钱，这个细节通常在上涨的市场中被忽略，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这时投资者假设价格不断上涨是事物的自然特点，把盈利的结果作为预知的结论。但是只有下一个买家愿意支付比前一笔交易更高价格的时候，这种盈利才能继续。

同时，卖家愿意以一个价格卖出商品的原因在于他认为交易中收到的现金比出售的商品更有价值。卖家卖出商品是因为对持有它感到厌烦，也可能因为他认为今天的买家比明天的买家更加慷慨。这意味着卖家预期价格会下降而非上升。

卖家的角色隐藏于通常的金融词汇中。当买入股票时你会非常频繁地听到，你在“将资金投入市场?”，这种描述形成的印象是资金正在像肥料一样被注入股市，使得企业更加繁荣昌盛。事实上，资金根本没有被投入市场，它只是从买家的口袋转移到卖家的口袋，和在任何邻家小铺所进行的消费一样。

这就是股票不能永远上涨的原因。商品达到的价格越高，拥有者越倾向于卖出它。之后随着价格开始下跌，不能在最高点卖出的拥有者将会竞争在次高价格卖出的机会。熊市仅仅就是在数以百万计的交易总和中，参与者愿意以更低的价格进行交易。

预测出现熊市的人被称为看空者。对一个长期看空者而言，不好的事情总是将要发生。偶然的看空者仅在特定的“熊市”情况下碰到麻烦。长期看空者如果有也很少，因为悲观主义者在美国很难生存。顽固的悲观主义者能够在宗教信仰者、农场民兵、报纸编辑或大学教授中找到。学术界是熊市思维的避难所，关于全球变暖、马尔萨斯饥荒(Malthusian Starvation，马尔萨斯是一个教授)、瘟疫和核冬天等概念都出自于学术界。负面的观点在商业领域，如汽车经销商、广告代理、大商场、企业董事会、华尔街投资公司等不容易被容纳。即使偶然的熊市非常明确，它们本质上仍不被接受。罗伯特・普莱彻特(Robert Prechter)和查理斯・艾蒙(Charles Allmon)，著名的评论出版者，作为美国股票市场暂时的熊市支持者已经超过十年，但他们还是提醒反对者，在某一天股票价格跌到有吸引力的程度时，他们会变为牛市支持者。



本书的封面(此处指本书原英文版封面。——译者注)就是看空者是被压抑的少数派的一个表面证据。油画《市场中的牛和熊》由威廉・H. 博德(William H. Beard)，一个看上去受到挫折的投资者在1879年完成。两种动物在纽约证券交易所前的街上出现。熊像面团一样被鹅卵石践踏，一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

头走运幸存的熊爬上电线杆来躲开下面的牛，两只牛被一只灰熊摔倒在地，另一只牛在吃午餐。整条街被毛、皮鞭和迷失的动物弄乱。

本书的封面只展示了整个战斗场景中的一部分，显示熊在数量上至少为10对1，但多数都在画布的边缘，而牛则占据了中间，它们处于上风。从画中可以看到，熊要为这场争斗负责。甚至是在119年以前，当博德完成这幅画时，熊被描画成资本主义的麻烦制造者，自那以后熊一直处于次要的地位。

作为一个乐观主义社会的看空者，即便只是暂时的，也需要坚定的信念和较厚的脸皮。看空者在一轮熊市里通常被指责为从他人的不幸中获利。看空者赌阴天而其他人则赌会出现一线光明。有时，看空者甚至通过“卖空”来赌那一线光明不会出现，但这对那些认为会有一线光明而买入的投资者没有任何伤害。卖空者提供了有益的公共服务并成为熊市中的救世主，在没有其他人买入的底部买入股票(更进一步的解释在本书第七章，胜利大逃亡)。

牛市中的看空者有各种称号：精神病人、白痴、失语者、停摆的钟表、守旧者、反动分子、杞人忧天者、胆小鬼、脑死亡者、宫廷小丑等。1997年，他们被《华盛顿邮报》(*Washington Post*)的金融专栏作家詹姆斯·格拉斯曼(James Glassman)诊断为“股票恐惧症患者”(equity-phobic)。尽管那些预期情况会变得更坏的看空投资者对于目前是保持相对乐观态度的，可看空者最普遍的标签仍是“悲观主义者”或“无可救药的悲观主义者”。

与那些认为股票、原油、黄金、小麦、大豆、债券、木材或橙汁价格会下跌并实际做空的投资者相比，谁会对世界金融体系和它的生存能力更加乐观呢？一个真正的悲观主义者是不会在这些市场的底部参与进来的，因为当系统崩溃时，他们将不能从那些输掉的交易对家中得到任何支付。

看空者坚信：银行和经纪商将保持交易继续进行；债务人和失败者将能够应付他们的损失；在社会普遍处于最阴冷的时候，华尔街将最终成功。如果这不是爱国主义，这是什么呢？

看空者是顽固的但不是盲目的，特别是在他们错过了股票市场15年大牛市中赚大钱的机会后。当看空者盲目自大时，如在1973～1974年的熊市中赚了大钱后，一个新的牛市就将开始。当看多者变得盲目自大时，像是在1990年间，熊市就有了明显的可能性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市近来的一些顶部信号

股市近来的一些顶部信号(指 1997～1998 年间。——译者注)

对道一琼斯指数的爱情诗句出现在比尔·盖茨的网上杂志《石板》(*Slate*)中，下面是其中一首：

在道一琼斯的甜蜜中，
记忆失去了目标；
和每天的趋势一起行动，
忘记所有历史。
1987 年是一个苍白的阴影，
1973 年只是一阵温暖的微风。
道一琼斯就是所有的爱，
每个人都因此而爱它。

- 罗·哈里斯普查(Lou Harris poll，1996)显示 85％的被调查者预测股票市场在接下来的 10 年中将会和过去一样好或甚至更好，41％的人认为：哪怕很小的调整也不会发生。
- 《巴伦》周刊(*Barron's*)的头条："道一琼斯的下一站——8 000 点？那么之后的道一琼斯10 000点会在何时怎样到达?"。
- 博德斯塔恩(Beardstown)女士的著作荣膺畅销书排行榜第三。
- 相比于 1997 年 10 月道一琼斯指数下跌 554 点的新闻，博德斯塔恩女士更加关心她儿子在万圣节时的服装和打扮。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

● 金融网站 Street. Com 组织了一个“共同基金德比战”，来寻找哪一个国内的基金经理人能够在最后一个季度赢得奖项。

● 作为一种促销手段，惠特尼·福特(Whitey Ford)被看到在一个金融研讨会的摊位上进行签名，在另一个摊位上，密妮·摩丝(Minnie Mouse)在提供合影机会。

● 在纽约证券交易所的一次调查中，10 个被调查者中有 6 个人不同意或强烈反对这个观点——1997～1998 年，股票市场将会有一次大的下跌。

● 每 3 个成年人中有 1 人拥有共同基金，而每 4 个成年人中才有 1 人拥有一辆轿车。在 1992 年，每 6 个成年人中才有 1 人拥有共同基金。

● 纽约证券交易所的一个交易席位价值 160 万美元，这个价格还不包括坐垫在内。

● 埃及发行了第一个共同基金。

● 新泽西州计划通过融资投入股票市场来解决州养老金短缺的问题。

● 迪恩·维特(Dean Witter)股票经纪公司，曾经为西尔斯百货(Sears store)培养股票经纪人，不久前与行业巨头摩根·斯坦利合并。

● 美林(Merrill Lynch)计划开办“金融超市”，在那里有 1 000 种基金可供投资者选择。

● 自行车把手作为牛角的公牛彩色图像占用了 2 页的幅面，这是寿险公司推销特别保险产品(用养老金投资于股票)的广告。

● 共同基金经理的平均收入在一年中提高了 55%，达到 37 万美元。上一次这种大幅度的上升出现在 1973 年 1 月股市高点附近。

● 《商业周刊》(*Business Week*)报道，自 1990 年以来股票共同基金四分之三的资金已被投资。

● 经纪人行业的就业率创下记录，仅稍微低于 1987 年市场顶部时的水平。

● 华盛顿的政客首次考虑允许社会保障系统投资于股票市场。

● 登记在册的投资俱乐部从 15 年前的4 000个达到目前的32 000个。

● 走牛的股票市场从来没有如此多的查看报价途径。股票报价通过电话、计算机、电视和卫星系统传播。投资者每时每刻都能得到最新的价格结果。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目 录

总序 …… 1

致谢 …… 1

前言 …… 1

股市近来的一些顶点信号 …… 1

第一章　熊市必将再现 …… 1

股票真的如此伟大么？ …… 1

止损和逃跑的案例 …… 4

买入，持有，或者放弃 …… 8

如果在熊市中赚了钱，不要告诉你的邻居 …… 11

第二章　如何发现熊市 …… 14

大熊星座 …… 14

通货紧缩熊市，通货膨胀熊市 …… 16

盈利被过分看重了么？ …… 19

扣动扳机 …… 24

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

熊市的顶部、底部以及之间的反弹 …… 27
早期预警系统 …… 35

第三章 谁是哭泣的熊？ …… 45
被完全误导的投资者 …… 45
卡珊德拉(Cassandras)——熊市预言家们 …… 50
预言家和经济学家们 …… 52
世界末日畅销书 …… 55
意识到新时代 …… 58
看空者的时事评论 …… 60
观察美联储:有利可图的娱乐 …… 62
不吉利的封面 …… 67

第四章 最终,是熊市的世界 …… 70
总有熊市在某个地方 …… 70
全球对冲 …… 77

第五章 抵御熊市的投资组合 …… 80
巨大的熊 …… 80
现金是累赘,但并非总是这样 …… 85
藏身于债券 …… 91
黄金熊市是否会终止? …… 97
正在消失的分红 …… 102
扑向下一轮牛市 …… 107

第六章 我的共同基金将挽救我,以及其他谬论 …… 111
共同的烦恼 …… 111
熊市友好型基金 …… 117

第七章 胜利大逃亡 …… 131
卖空带来简单 …… 131

世界资本经典译丛



The World Classics of Investment

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖空者的游艇在哪里？ …… 136

第八章 看空者的纪录 …… 141
名誉陈列厅 …… 141
1929 年——更确切地说 1932 年——会重演么？ …… 154
1929 年大崩盘的幸存者都大胆地发表看法
——今天都是看空者 …… 158
悲观主义者的历史 …… 163
熊市的一些鸡毛蒜皮 …… 169

译者简介 …… 182

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章　熊市必将再现

股票真的如此伟大么?

每一个经纪商和大多数金融规划师都会邀请一个新的客户——让我们假设就是你——填写一份问卷调查表,内容是关于你的收入、净资产、财务目标和其他你从来不会告诉朋友的一些隐私。你的答案会被输入计算机,几分钟之后,你会得到一个打印出来的文件,说明在未来你需要多少钱,以及积累这些财富的最好途径——多数情况下,是通过将你的种子资金 100%地投入到股票中。这类推荐基于以下假设:股票将像它们在整个 20 世纪中所表现的那样:年收益率为 10%～11%。

这里有一个陷阱往往容易被忽视:股票并不是每一年都上涨 10%～11%。事实上,在多个年份每年上涨超过 10%～11%之后,它们上涨的速度将可能比 10%～11%要慢,甚至有可能下跌。在某些时点,他们可能进入熊市,而在这一短时间内的损失将会抵消前一段时间的收益。

股票市场每年 10%～11%的收益率是 20 世纪的现象。在整个 19 世纪,股票市场每年的收益率为 6%。如果古老的历史会重现,谁可以肯定 21 世纪的股票市场不会回归到他们长期的平均表现上来,从而导致每一个财务计划受到重创? 如果这种情况发生,所有的规划师、年金管理者、股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票经纪人都将过高地估计客户在退休时的财富。取代塔霍湖(Lake Tahoe)边分期付款的公寓,明天的退休者只能得到牧场上的一个活动住房。

正如这里所写的那样,在多年大幅获利之后,股票价格将可能下跌,或是连续多年收益率较低,从而把他们的年均收益率带回到每年10%～11%的正常水平。这对很多依赖股票来养老的人非常不利,但股票不关心哪些人什么时候退休,它有自己的规律。

扣除通货膨胀因素后,股票即使没有碰到熊市,带给投资者的大部分收益也都会消失。鲍勃·普莱彻特(Bob Prechter)坚持认为股票市场表现过度。普莱彻特在远离华尔街的佐治亚州的盖内斯威利(Gainesville)办公。许多看空的市场评论员都集中在这些山里,这里办公室的租金比较便宜,并且不被看多者所包围。

普莱彻特毕业于耶鲁大学,坚持己见、有说服力、了解市场动态、镇定且不易为外界所动。这类人通常会在飞机驾驶舱中看到(参见第八章看空者的纪录"名誉陈列厅"一节)。他在1982年是一个疯狂的看多者,当时道一琼斯指数为900点,他认为将上涨到3 900点,当时没有人相信。当道指在1997年上涨到8 000点时,他认定指数最终将会下跌到3 000点以下,还是没有人相信他。他成为看空者的时间太长,以至于已经没有听众,但是很少有悲观主义者能准确地预见:股票光鲜的外表并不一定能带来预期的回报。

按照实际购买力水平,普莱彻特指出,从1966年投资于道一琼斯工业指数,直到1994年收益将是0!道指从1 000点上涨到1994年的3 978点,但在1994年用卖出道指股票所得的现金购得的商品要少于28年前卖出同样道指股票得到的现金所能购买的商品。

尽管比尔·盖茨(Bill Gates),山姆·沃尔顿(Sam Walton)和其他的创新者带给了美国新的竞争力,但真实的道指已经陷入停滞。"考虑一下,"普莱彻特思考着说,"一个股票市场指数在接近30年中没有真实意义的增长,从历史的角度看它明显是被高估了。"

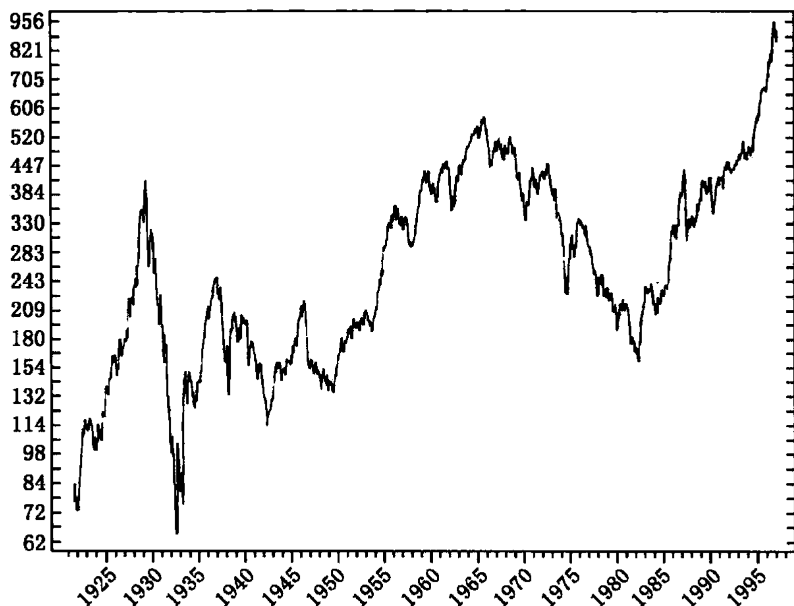
普莱彻特从其他的角度论述了股票市场的收益率被高估:整体的平均数没有反映在一定情况下较小的股票所带来的损害;历史收益率没有包括那些关门歇业退市的公司;1929年典型的投资组合中包括如奥本(Auburn)、考德(Cord)、密苏里一太平洋(Missouri-Pacific)、皮尔一箭(Pierce-



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Arrow)和斯土兹(Stutz)等公司,这些公司发行了大量的垃圾股票,这些股票带来的损失必然会降低投资股票的收益率,因为拥有这些股票的投资者最终一无所获。

在通常情况下,被过分宣传的10%～11%的年均收益率是假想的收益率,来自于一个没有税收和通货膨胀的星球。[1] 为说明地球上没有那么稀奇的收益率,马蒂·泽维格(Marty Zweig)构建了一个通货膨胀调整后的道一琼斯工业指数(见图1)。



资料来源:奈德·戴维斯研究(Ned Davis Research)。

图1 通货膨胀调整后的道一琼斯工业平均指数

作为一个管理着40亿美元,一个成功的市场时机把握者和长期的担忧者,泽维格从著名的道一琼斯平均指数开始,扣除通货膨胀率,也对通货紧缩进行调整,得到了长期投资于股票市场的美元实际购买力数据。

观察这条刺眼的曲线,会看到股票市场的表现与原始数据所显示的完全不同。在20世纪20年代,它们带给了投资者曾经宣称的回报,因为通货膨胀率在那10年中最低。在20世纪30年代早期的回调比它们原来看

[1] 其他投资如债券或储蓄的真实收益率也应扣除通货膨胀率,因此不单只是股票处于漏水的船上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上去更加令人印象深刻;股票价格在1932～1937年重整旗鼓,而其他商品的价格在下跌。接下来1938～1942年的熊市比表面上看起来更加严重,因为那些年间较高的通货膨胀率加大了投资者的损失。1942～1968年间扣除了持续的通货膨胀率后,股票再一次带给投资者宣称的收益率。

泽维格的图所带来的震动是在20世纪70年代。原始的道指从1973年的1 052点下跌到1982年的777点,表面上看股票市场在那段令人失望的时间中下跌了20%。按照通货膨胀率调整之后,如图中所示,实际下跌了75%。政府支出——为了应对家庭的贫困和北越战场——把通货膨胀率推至世纪最高点:9年中每年9.25%。

数据统计就像是拷打犯人:用适当的方式你可以让它们承认任何事情。然而上面所引用的数据可以得到一些明显的结论:

- 高通胀时期是股票持有者的痛苦期。
- 股票不具有人们想像中的高回报。
- 如果你接受股票长期年收益率为10%～11%的假设,那么最近15年的这种超预期收益将不会在下一个15年中重复。

止损和逃跑的案例

“买入并持有(buy and hold)”已经取代“我爱你”,成为英语中最流行的三字短语。

——吉姆·格兰特(Jim Grant)



一个国家公园中的手册建议:“当一只熊接近你的时候,要努力让自己看上去很大,大声地说话,缓慢地向后退,但是不要逃跑。如果熊攻击你,保持胎儿的姿势,保护你最重要的器官。”

这也是在熊市中生存所被认可的逃生计划:保持被动的仓位,保护你最重要的资产,穿上正装,底气十足地和经纪商讨价还价,如有需要可以大声地抱怨,但是不要放弃你的股票或抛弃你的共同基金。

毫无疑问投资者已经完全了解买入并持有的好处。但投资者还不知道的是什么?它是一种信念,一组有代表性的股票在持有足够长的时间后,不会没有回报。否则道指是怎样从其创立时的40.94点达到8 000点?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它还是另一种信念，完全投资于股票将会比部分投资或者没有投资于股票获得更多的收益——腐朽的思想。

在买入并持有的王国中，在任何一个时点你为股票或者共同基金支付的价格都不重要。“为好的股票支付的任何价格都不算高”是一个经纪商广告战的主题。只要你买入一家值得尊重的公司，给它以足够的时间“增长”它的盈利（建议最少是 5 年），你将可以以比任何的买入价格都高的价格卖出你的股票。

但是长期有多长呢？答案可能会让你感到吃惊，它可能比股票持有者中的寿星所希望的时间还要长。约翰・梅纳德・凯恩斯（John Maynard Keynes），英明的经济学家，但在 1929～1932 年的熊市中没有足够的英明来避免损失百万美元，“长期来看，我们都会死去。”他在谈到这段不愉快经历时说。

需要大片的土地来埋葬这些投资者，他们在等待他们的股票或者共同基金（20 世纪 20 年代时被称为“投资信托”）恢复到大崩盘以前的水平中去世。1929 年进入股市的年长者，在他们的股票在子孙手中恢复盈亏平衡前就已经去世。当时 41 岁左右的投资者在顶部入市后，直到 1954 年达到退休年龄时仍没有看到任何盈利的希望。那时，他们的头发在脱落，肚皮在发福，孩子已经离开家庭，他们也符合住在陈旧宾馆的条件。这种长期的观点使得他们持有股票经历了巴尔特・胡佛（Herbert Hoover）、富兰克林・罗斯福（Franklin Roosevelt，4 任）、哈瑞・杜鲁门（Harry Truman），以及艾森豪威尔（Eisenhower）的两年时间，但是他们的资本利得还是零。

事实上，在 25 年之后，他们的盈亏持平也仅是账面上的，因为美元在同一时期的购买力下降了 2/3。把通货膨胀考虑在内的话，在 1929 年市场处于顶部时投资10 000美元于道一琼斯工业指数的投资组合，到 1954 年时价值为3 333美元。耐心地投资于那些不断增加自身盈利、值得尊重的公司的有保证的回报就是这些。

尽管你可能认为你有一些诀窍，并且在任何市场周期中的顶部买入的可能性非常低。那么如果你在 1927 年道一琼斯工业指数较低时买入，你会为账面的盈利开心 2 年，但之后持有到大崩盘时的情况又是怎样呢？在这种情况下，较好的时机给你带来了 6 年时间的价值：你的盈亏平衡不是出现在 1954 年，而是出现在 1948 年。

因此若你在接近大崩盘时买入，会面临 19 年的损失，而若恰在绝对高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点时买入，则将面对25年的损失。但是这种沉闷的情景难得出现，专家认为1929～1933年的熊市是一个金融意外。他们认为它来自于“额外投资者”以低于10%的价格购买股票，并像赌马一样参与；同时，美联储的新手犯了低级错误导致经济的停滞。因为现代投资者不能以低于10%的价格购买股票——并且现在的美联储已经足够聪明和老练，不会再犯低级错误——大萧条不会再次发生。

也许一个看空者关于大崩盘的观点会有失偏颇，但是，让我们先暂时接受这个概念，那些为股票支付了最高价格的投资者，将不会再次遭受像那次道－琼斯指数下跌89%一样的痛苦。如果你在最近几次的顶点附近买入股票，要等多长时间才能达到盈亏平衡呢？考虑如下这些例子：

● 道指在1937年上涨到194.40点。12年后的1949年，它比这一点要低。

● 在1959年达到685.47点的顶部后，道指在17年后的1974年比这一点要低。

● 道指在1961年达到734.91点，19年后的1980年同样也是在这一点位。

● 道指在1966年达到995.15点，大约17年后的1982年同样也是在这一点位。

即使是在这些最坏情景中的最佳情况下，如果你在顶部附近投资于股票或共同基金，你为自己买入了10年甚至可能是20年的亏损。或者，如果你足够聪明地在底部买入股票，并在后续的上涨中使你的资金翻一番，也会在后续的下跌中看到盈利的消失，使你并不比刚开始时更富有，例如：

● 道指在1903年达到低点42.15点。在29年后的1932年7月，达到更低的41.22点。

● 道指在1911年跌至72.94点，在21年后的1932年以更低点位交易。

● 道指在1960年达到底部的566.05点，在1974年又跌至577.60点，在24年中仅上涨了11点！

当在错误的时机投资于股票时，相比投资于支付利息的国债、储蓄或货币市场基金，所谓的长期会变得更长。这种比较基本是公平的——没有投资于股票的资金必然会流向其他某个地方，吉姆·斯塔克(Jim Stack)已经仔细品味过这些数字。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯塔克是一个富有个性的人，长满胡子，目光炯炯有神，经常带着开心的笑容，看上去像是头在吃大马哈鱼的熊。他居住在蒙大拿州立冰河公园(Glacier National Park)，那里的徒步旅行者都随身带着丁当作响的牛铃以免遭灰熊的攻击。在白鱼湖(Whitefish Lake)的边上，由一个巨大的木雕熊看守着的错层别墅就是斯塔克的总部。

他与下跌股票的关系可以追溯到1973～1974年，当时他的IBM养老金计划(他是一个年轻的研究工程师)快速下调了50%，这显然是个不祥之兆。于是他大量买入了科罗拉多州的房地产股票，之后离开IBM回到白鱼湖，于1982年在股票市场卖出了这些股票。虽然白鱼湖没有证券经纪商或投资俱乐部，没有地方看报价，没有人比较输赢，斯塔克还是在经历了这次劫难后启动了“投资技术”市场评论：20世纪80年代市场看涨，从1994年后看空。在他的妻子丽萨和他的8名员工的赞同下，他坐在错层别墅的二楼上，在门外木雕熊的影子下，持续地发表关于熊市的警告。

斯塔克计算出在熊市开始时买入的股票，要花七年半的时间才能回到同样资金购买债券所能得到的现金——即使股票支付红利。在一个比平均水平要差的熊市中，盈亏平衡点显著地拖后，例如1969～1971和1973～1974年两次熊市：在1966年投资于道—琼斯工业指数的资金要到1986年才能追上投资于国债的资金；在1968年12月投资于价值线公司(Value Line)的小盘股指数的资金，直到现在也没有追上投资于债券的资金。

“买入并持有”远非它所被宣传的那么确定。它在牛市中是有效的。如果你定期地投资，每隔一段时间投资部分资金，在长期中既会碰到上涨也会碰到下跌，它也是有效的。在温和的熊市中它也是有效的，因为下跌很快会上涨回来。如果你有10～20年的时间等待股票从一半的价格恢复，它也可能有效。除此之外它都是有风险的，当你持有的股票是在很高的价格购买的时候，这个策略就非常有风险。当你的退休依赖于一个正向的结果，并且正计划在10年或更短的时间中去打高尔夫的话，这个策略的风险就非常大了。

在最近的记忆中最著名的“买入并持有者”有沃伦·巴菲特(Warren Buffett)和彼得·林奇(Peter Lynch)，可是他们也并非是无条件地接受股票。他们认为仔细挑选并在合适价格购买的股票可以产生非常杰出的回报，从来不会像许多投资者目前所做的那样，通过购买指数基金买入并持有整个“市场”，并且在某一点他们俩也都会卖出股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1969 年，当价格达到奢侈的顶部时，巴菲特找不到值得投资的东西，就解散了他的有限合伙基金，卖出了全部投资组合，将现金还给他的合伙人。在金融周期中，这是没有先例的——不是卖出，而是把现金归还。在后来的熊市中，巴菲特躲藏在现金中，4 年后他回到股票市场，当时那些股票都已经非常便宜了。

不幸的是在顶部附近进入市场的人在 4 任总统期间都不能看到一点盈利。巴菲特在接近底部的区域进入市场，并在上升中成为百万富翁，今天巴菲特持有的公司伯克希尔·哈撒韦(Berkshire Hathaway)太大了，已经不可能再完全转变为现金，尽管他可能仍希望保有这个选项。在 1997 年的年会上，他告诉股东很难找到值得购买的股票——自 1969 年以来他首次表明了熊市的结论。早些时候，他甚至说他所拥有的伯克希尔·哈撒韦公司在高价的时候不值得购买。

林奇执掌富达·麦哲伦(Fidelity Magellan)基金在整个时好时坏的市场环境下达到了创纪录的表现。在这一旅途的多数时间中，虽然他的组合持有很多股票，但并不总是这样：在某个时点，他最大的持仓是债券，尽管按照规则他应该回避债券。林奇现在从麦哲伦基金退休，投身于波士顿一家慈善基金的募集工作，但他仍密切注意着触发“林奇卖出信号”的条件：

一旦 30 年期国债收益率超过标准普尔 500 指数股票收益率 6 个百分点时，卖出股票，买入债券。

彼得·林奇有卖出点，沃伦·巴菲特曾经有过卖出点。你是否也应该有一个卖出点？要长期持有股票，没错，但当这些股票的价格高于它们的价值时，你应该如何做呢？如果在股价开始下滑时你决定继续持有，你能否具有在下跌又涨回来的过程中始终坚持完全投资所需的巨大勇气？另外，你是否有足够的时间？



买入，持有，或者放弃

处于痛苦市场环境中的投资者，就像在拥挤的戏院中忽然听到“着火了”的观众，保持原地不动也许是有意义的，前提是其他人都不动并保持冷静。否则，保持原地不动的人就会承担被踩踏的风险，因为大家都明白，逃往最近出口的人才可能有最好的逃生机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在一个着火的戏院中，保持原地不动说起来比做起来容易得多；在一个深山老林中，当一头熊正向你扑来时，装死更加困难。当危险离你有半英里远时，采取被动的姿势是一码事，当离你有 50 码并正在接近中时完全是另一码事。也就是说，当一个100 000美元的投资组合变为95 000美元时，大多数人具备不卖出股票的勇气；但当组合价值变为75 000美元，你的投资每天都在使你更穷时，你必须足够勇敢，能够坚持住不给你的经纪商打电话挂出卖单。

熊市的存在说明市场上存在长期投资者变为短期投资者。没有大量的卖出者，熊市不会形成，因此股票市场一个明显的跌幅只能意味着一件事情：一群先前的长期投资者正在止损和逃跑。地球上没有任何一只股票市场产生过值得信赖的支持者——20 世纪 60 年代后期的美国，又或者是 80 年代后期的日本都没有做到，尽管日本被吹捧为爱国的养老金产品的天堂。

在牛市中，胜利者较早买入较晚卖出；在熊市中，胜利者较早卖出较晚买入。忠诚受到利润消失的惩罚。市场时机选择至关重要。

在顶部进入市场时，股票给担忧设置了一堵墙，那时投资者认为“什么？我会担心？”，根本不可能感到担忧。除非发生崩盘，他们将有充分的时间抛售股票或共同基金，增加现金或持有防御性仓位。在自 1930 年以来的 11 个熊市当中，道指 3 个月的平均损失是 3%，而 4 个月损失则为 8%。

越快地采取措施，你就能够避免更多的损失。但是从心理学的角度，很难采取快速的措施。股价的首次下跌被专家变得不引人注意，他们称之为一次“微小的调整”和一次 “好的买入机会”。他们会提醒你股票有从下跌中反弹的特性。

第一次下跌之后，会有一次新手发动的反弹(不要与发生在股票触底后的大幅反弹相混淆)。这些新手买入太早，导致价格上涨，但这只是暂时的。这是一个绝好的卖出机会，但多数人错失了这个机会。他们等待更高的价格，寄希望于反弹继续，不料价格经过蹒跚后，达到新低。

容易激动的股票持有者承诺他们将会在轻微的上涨中卖出股票，但市场不会向上。更低的价格引发更多的卖出，从而产生更低的价格，并引发更多的卖出者。

沿着下跌的轨迹，你可以发现各种赢家和输家：大赢家在顶部附近卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出获得巨大的收益；中等的赢家在进一步下跌后卖出；在盈亏平衡点卖出的人获得他们的初始投资；大输家在顶部附近买入；中等的输家在上升或下跌的中途买入。

因为没有办法知道市场将会跌到多低，坚持或放弃的决策永远不会很容易做出。你等的时间越长，放弃的吸引力就越小。股票价格跌 10%，下跌才刚开始，此时放弃能够挽救很多资金。跌 20%，你已经处于熊市中，想要知道最坏的时间是否已经过去。跌 30%，你处于一个相当严重的熊市中，跌 40%（和以下），错失新一轮牛市的风险要大于回避熊市尾部所带来的回报。但是，许多熊市的一个共同特征是在最大损失点存在最多的卖出者。在 1929、1937 和 1974 年，股价在很大成交量处触及底部。

这里，一个特别的心理学在发挥作用：股价下跌越多，不卖出的决定就越难，这种悖论已经是那些在下跌后期放弃的投资者的习惯，如果在一开始就卖出损失会小很多。在 1968～1970 年和 1973～1974 年，市场明显处于严重的麻烦中，并且离到达底部还很远，但是大量的忠诚者坚持到了最后。那些在整个痛苦经历中坚定持有的投资者，只是在接近底部时被吓出市场，损失巨大。保护本金的本能使他们跳上了一艘灌水的船。

这里另外两个问题很重要。首先，如果你的股票下跌了 50%，50%的上涨不会把他们带回原来的价格。因为当一只股票从 10 元跌到 5 元（50%的下跌），再涨回 10 元（100%的上涨）需要 100%的涨幅才能恢复 50%的跌幅。这就解释了为什么熊市可能会拖延。另外，还存在税收的问题。

人们常说，“我不能卖出股票，因为我要为资本利得缴税。当税收本身就导致损失时，卖出股票来回避熊市的原因是什么？”这个论述经不起数学的检验，20%的税将少于你投资组合价值下跌 20%的损失。这里是一个例子：你买入50 000美元的股票，目前价值是100 000美元。如果你卖出以逃避即将到来的熊市，你的账户将失去10 000美元（50 000元盈利的20%），但是在熊市中你将有90 000美元得到保护。如果你持有股票经历20%的下跌，为了你的执着你将只能获得80 000美元，比你卖出股票少得10 000美元。

当然，在卖出时你将支付佣金，而如果继续持有将避免这笔费用。而且在长期中卖出是否是明智之举依赖于投资的基本面因素。但在很多熊市中，损失远远超过了因不卖出而节约的税款。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

退休账户被普遍认为是个一直持有股票的地方，也许它非常适合于熊市中的运作，当你在退休账户中买入卖出股票时，交易是免税的。

如果在熊市中赚了钱，不要告诉你的邻居

当你正确的时候，最好别是一个看空者。

——迈克尔·梅兹(Michael Metz，首席组合策略师)

业绩在牛市中超越同行，人们将为你的技能喝彩。看看沃伦·巴菲特——他的受欢迎程度随着他的财富一道增长。在熊市中超越同行——当他们在遭受损失时你却在盈利——你就要小心你背后的飞镖、带毒的玫瑰和车道上的铁钉了。在华尔街上，熊市中的盈利者会比接受证监会调查者得到更多的冷眼。

这就是看空者生活得更艰苦的原因，只有他们遭受损失时才被容忍。声名狼藉的看空者经常在电视中成为大众娱乐调侃的对象。例如对吉姆·格兰特(Jim Grant)，罗·卢克瑟(Lou Rukeyser，美国著名财经节目主持人。——译者注)就是这样做的。作为以诙谐风格著称的《格兰特利率观察家》(*Grant's Interest Rate Observer*)的资深编辑，格兰特自道指在2 000点时就开始看空美国股票，当他出现在卢克瑟的电视节目中时，被以看空的语调调侃："世界将再次进入地狱，是么吉姆?"

另一个吉姆，总是系着蝴蝶领结的全球畅销书作者(《投资骑士》*Investment Biker*)投资大师吉姆·罗杰斯(Jim Rogers)，在1996～1997年看空美国股票、债券和美元，而当时三者都在上涨。错误的预测使得罗杰斯成为办公室中的取笑对象，并不时在电视中被嘲讽。

这些多数都是善意的玩笑，但当熊市证明罗杰斯是正确的时候，他已经为冰冷的环境做好了准备。在1970年第一次领略到这种后果时，他还是华尔街上一个初出茅庐的年轻投资者。他当时25岁，在一间由坚定的看多者迪克·吉尔德(Dick Gilder)开立的小公司中工作。吉尔德坚信股价将会上涨，他在GM大厦中租了两层办公室，添置了大量新的办公桌，并将办公室粉刷一新；而罗杰斯，这个吉尔德最年轻的雇员，却毫不迟疑地将他所有的5 000美元储蓄下注于"看空期权"。在罗杰斯下注后不久，股市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 1937 年发生了最大的崩盘。很多大公司被淘汰出局，吉尔德放弃了 GM 大厦，搬回到更加便宜的办公室，并裁掉很多员工。罗杰斯的资金变为 3 倍，从5 000美元变为15 000美元，而同期纽约证券交易所的市值却从 6 900亿美元降到了4 900亿美元。他把这个好消息告诉了他的老板。

“吉尔德对于像我这样的无知青年的所作所为感到非常恼怒，”罗杰斯回忆说，“我被教训了一顿，并被告诉投机于看空期权是非常愚蠢的。”

1987 年，在和乔治・索罗斯(George Soros)工作数年已经变得相当精明和富有后，罗杰斯再次认为熊市即将来临。他告诉报纸“市场将在 10 月崩溃”。道指下跌 500 点几天后，华尔街日报上出现了跟踪报道，暗示罗杰斯在下跌中获得了收益。

“我接到怨恨的电话，”他说，“如果那时候有传真，我相信还会收到怨恨的传真。我的一些文章粘贴在我任教的哥伦比亚大学一个班级的公告板上，一些愤怒的投资者把它也撕了下来。”

在传真被发明之前，另外两个在下跌中赚钱的投资者杰西・利维摩尔(Jesse Livermore)和本・斯密斯(Ben Smith)碰到的投资者更加疯狂。

作为一个对灾难有敏锐触觉的农村男孩，利维摩尔早在 1906 年旧金山地震和火灾前就下注于联合太平洋铁路股，认为它会下跌。他在 1907 年灾难和第一次世界大战的战后萧条中获取财富。他拥有了游艇、豪华轿车、花园、海边别墅和美女。就因为他在熊市中获取了这些财富，他的名声甚至比电锯杀人狂杰克还差。

“卖出难道不像买入一样是合法的市场交易行为么?”在读到一篇指责他的行为的报道后，利维摩尔曾经大声质问，“没有卖出，市场还能够存在么?”

由于在最后一分钟变为看空者，并在 1929 年的大崩盘中赚钱，利维摩尔永远不被原谅。他被电话骚扰，为了回避辱骂和威胁，他把办公室搬到第五大道上一个秘密的地点，安装了自己的行情机、电话交换机，并雇佣了员工和统计学家，其中有人曾经为 CIA 工作过。根据他的传记作家记载，“门卫和电梯操作员否认办公室的存在，电话公司称他的名字不存在”。

再来看看本・斯密斯，他和利维摩尔同时代，是一个喜怒无常的爱尔兰人，对正式的衬衫没有一点兴趣。与纽约投资者俱乐部和交易所的其他人相比，斯密斯与 H. L. 曼肯(H. L. Mencken)和威尔・罗杰斯(Will Rogers)有更多的相似之处。“他对摩根(Morgans)、库恩(Kuhn)、洛玻斯



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Loebs)和梅隆(Mellons)的真实态度总是不屑一顾"，一个作家指出。

作为1920年间一个不懈的卖出者，斯密斯在著名的大崩盘前夕和过程中下了很大的赌注于股市将下跌。他拥有大量的看空头寸，并且卖空越多，他就变得越兴奋。有一天，他挥舞着胳膊冲进他经纪商的办公室叫喊"把它们全部卖空，它们不值一文"。因此他得到一个绰号：卖空的本·斯密斯。

像利维摩尔一样，斯密斯被诘问、烦扰、围追堵截、骚扰，被迫隐姓埋名地旅游。他为两个女儿雇佣了保镖，媒体没有说过斯密斯一句好话，他还成为国会政客传讯的主要对象——他们认为是卖空者导致了大崩盘。

在后续每一次崩盘之后，就会形成全国性的私自惩罚群体，大批的记者被派出去中伤那些被认为是有错的人。如果对发生的熊市有任何的预测，就会出现新的替罪羊：20世纪20年代是可恶的银行家；20世纪70年代是共同基金的推动者；1987年是程序交易者。但在下跌中盈利的看空投资者永远都是替罪羊。

让这句话成为一个警示：当市场下跌而你从中赚钱的话，不要告诉你的邻居。他们不会为你的收益而喝彩。更可能的是，他们将把自己的损失归咎于你。"如果我再次因为看空而赚钱，"吉姆·罗杰斯说道，"我将不会在电视上谈论它。我将坐在那里像其他人一样呻吟和叹息。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章 如何发现熊市



大熊星座[1]

正如牛市中股价上涨通常会超出大多数乐观者的想像一样，熊市中它的下跌也会超出多数悲观者的想像。以下一些例子能够证明：

- 1637 年荷兰郁金香底部：下跌 93%。
- 1720 年南海股份底部：下跌 84%。
- 1721 年法国密西西比股份底部：下跌 99%。
- 1932 年美国股市底部：道指下跌 89%。
- 1974 年香港股市底部：下跌 92%。
- 1982 年墨西哥股市底部：下跌 73%。
- 1986 年阿拉伯股市(科威特)底部：下跌 98%。
- 1990 年中国台湾地区股市底部：下跌 80%。
- 1990 年日本股市底部：下跌 63%。

从一个看空者的眼中来看，仅仅是将标准的走势图翻转过来。这样一来上涨代表了损失，下跌代表了盈利。这样一来，熊市变成了上涨的图形，

[1] 这里的大熊星座和小熊星座被作者用来指代熊市。——译者注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是看空的投资者喜欢设想的图形。在 20 世纪的走势图中，有两次显著的顶点：世纪的“大熊星座”，由“小熊星座”所围绕（图 2）。

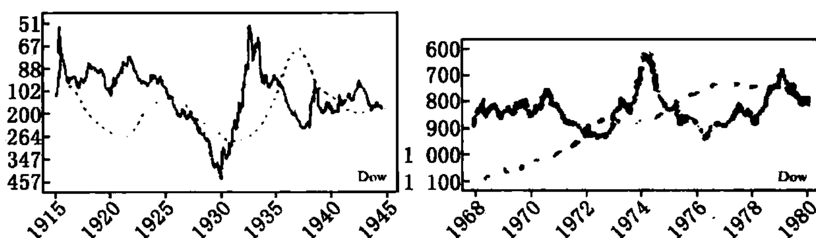


图 2 “大熊星座”

“小熊星座”能够较早地被克服，但“大熊星座”则很昂贵，不容忽略。在这两个顶点之间，投资者被很差的收益率困扰了几年甚至十几年。如果你的资金转移到别处，而其他人仍停留在这些波动中，你将为你的净值做出很大帮助并赢得尊重。

“大熊星座”相隔 40 年发生一次，吉姆·斯塔克发现了一些重要的细节。“它用了那么长的时间，”他说，“从一代巨大损失者中转移到下一代巨大损失者。”1929～1932 年间的受害者发誓他们再也不买一股股票，并且大多数人确实这样做了。他们教育子女，投资于股票并不比投资于一组扑克牌更加可靠。当他们的子女成年有钱可以承担损失的时候，在 20 世纪 60 年代中期，繁荣的市场将他们吸引进来，40 年前他们的前辈也是这样被吸引进股市。他们就在下一次“大熊星座”前投入股市，成为 1969～1973 年的受害者。同样，这次也有很多人发誓再也不碰股票。

“大熊星座”都被幅度很大的反弹所打断，并在后来都被证明具有相同的杀伤力。熊市都是在具有教友派背景的共和党总统（尼克松、胡佛）期间发生，一个是由民主党总统（罗斯福）结束，一个是由共和党总统（福特）结束。

在每一次的下跌前，普遍的、流行的观点，受过教育、平衡的观点都是看多。两次下跌都发生在轻松的年代（被称为“新时代”），当时精神是高昂的，失业率低，商业很活跃，通货膨胀开始，消费者都很乐观——仅仅是一些臭脾气的人很沮丧。熊市？通过观察经济形势你不可能发现它的到来，这也是多数经济学家不能正确预测的原因。20 年代和 60 年代末期，企业利润达到前所未有的最高水平：工厂都在开足马力运转，奇妙的新产品不断地出现在货架和橱窗中。

1929～1932 年的熊市后跟随着 8 年的股价上涨——在这之前股票从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来没有这样好的回报。1968～1974 年的熊市跟随着 19 年的股价上涨，道一琼斯指数从 200 上涨到1 000点。两个阶段的投资者都被环境情形(不断上涨的股价)说服，股价将不会再下降。在两个阶段中，买入并持有被称为全国性的娱乐活动；忠实的股票持有者被称赞为资产的谨慎守护者，市场时机选择者被鄙视为没有依据的傻瓜。

在 20 世纪 20 年代末期，建筑工人、公务员、秘书、精算师、时尚人士和当权派都有股票经纪账户。人们阅读《一般股作为长期投资》(*Common Stocks as Long-Term Investments*)，这本由艾德佳·劳伦斯·斯密斯(Edgar Lawrence Smith)写的畅销书。在 60 年代末期，官方记载的股票持有人，由纽约证券交易所复核过，从 1956 年的 850 万(每 12 个成年人中有 1 个)上升到2 000万(每 6 个成年人中有 1 个)。还有更多的人通过公司年金计划间接持有股票。人们阅读《金钱游戏》(*The Money Game*)，一本由一个语言流利的明星亚当·斯密斯(Adam Smith)所写的畅销书。

两次"大熊星座"都发生在共同基金很流行的时候。在每一次下跌的开始，股票价格都特别地昂贵。在每一个估值指标上——市盈率、市净率、市价比红利比率、市价对产出率、市价对圣诞奖金率、市价对雇员停车位比率——股票都突破了所有最极端的记录。

第一个"大熊星座"发生在和平时期，第二个在战争时期，但都导致了严重的后果：严重的大萧条和通货膨胀。在大萧条中，债券和现金比任何事物(股票从 1932～1937 年也有大幅的反弹)都有价值，因为各种物品的价格都在下跌。在大通货膨胀时期，商品(原油、黄金、房地产、糖等)比现金更有价值，因为商品的价格在不断上升。

道一琼斯走势图上的两次"大熊星座"发生时，股票很受欢迎，共同基金充满活力，经济前景充满信心，公众投资率很高，一个新的时代被宣布来临。对于 20 世纪 90 年代的投资者，这些听上去都很熟悉。我们在寻找市场上第三个"大熊星座"么？



通货紧缩熊市，通货膨胀熊市

"大熊星座"发生在经济处于极端情况下可能不是偶然现象：一次是在通货膨胀时，一次是在通货紧缩时。不景气的经济对股票不好，但超级活

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跃的经济伴随着高通胀则更加不利。不景气的经济，伴随着高通胀，通常被称为滞胀，同样对股票持有者不利。

在这样的情况下，管理投资组合的一个方法是在通胀较低且经济运行良好时投资于股票市场，当通胀上升，或经济增长下滑甚至停滞时卖出股票。

如果你离开了股票市场，那么如何避开下一次熊市依赖于你所遇到的熊市类型。如果你怀疑将会通货紧缩，利率将会持续下降，你最好将资金投资于债券。在通货膨胀的情形下，利率会持续上升，你最好持有现金（货币市场收益率将会同步上升）或商品。如果你不能确定熊市，现金是最安全的选择。

温和的通货膨胀不会伤害股票，20 世纪 90 年代的情况证明了这点。只要成本能够转嫁给消费者，企业不会介意为劳动力、原材料支付更多的价钱，并且温和的通货膨胀会给企业一个提高产品价格的借口，从交易中挤出更多的利润。

温和的通货紧缩会给股票带来奇迹。通货膨胀趋缓（disinflation，指通货膨胀率下降或放缓，即物价虽然仍在上升，但升速比以前缓慢。——译者注）使通货膨胀率不断下降，虽然你仍然在支付更高的价格，但是价格不会像过去那样快地上涨。而绝对的通缩时价格（用消费者价格指数衡量）在不断下跌。20 世纪 3 次最大的牛市（1921～1929，1949～1968，1982～1998）都发生在通货膨胀趋缓时期。通货膨胀率在下降，利率跟随一道变动。

极端的通货膨胀和通货紧缩产生严重的熊市，如前者发生在 20 世纪 70 年代，后者发生在 20 世纪 30 年代早期和后期。投资者有理由对两种情况都担心。问题是他们趋向于在错误的时间担心错误的极端。

在 20 世纪前半叶，典型的投资者担心通货紧缩，通货膨胀在他的生活中从来不是问题。一直回到 1776 年，通货膨胀从来不是任何人生活中的问题。150 年间，美国国内的价格保持稳定，短暂的通货膨胀被通货紧缩所抵消。只有在通货紧缩时期，经济陷入衰退或萧条，股票价格出现最大幅度的下跌。

因此，市场观察者总是在搜寻经济放缓的信号，那可能带来新一轮的价格下跌。对于经济的坏消息也是股票价格的坏消息。在 19 世纪的熊市之间，夹杂着大量的恐慌，与标准的熊市相比更短暂但更加剧烈，并且总是在通货紧缩时期。这就是自 1800 年到大萧条结束以来，通货紧缩是美国股票持有者最大的恐惧的另一个原因，恐慌产生通货紧缩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在持续了几代对通货紧缩的谨慎之后，1970 年间发生的通货膨胀带给投资者惊讶。与世界上曾经发生过的一些恶性通货膨胀相比，那次通货膨胀并不极端。但是 6%～15%的通货膨胀在美国就是极端情况。企业没有为此做好准备，华尔街的分析师没有在他们的预测中考虑到这个因素。道一琼斯工业股的利润在 1970～1979 年间翻了一番还多，但股票价格反而下降。来自市场的信息非常清楚：当通货膨胀侵蚀了收益时，利润不算什么。

通货膨胀一直折磨着华尔街直到 1982 年，道一琼斯最终突破了1 000 点，这个点位早在 16 年前就曾达到过。1982 年之后，通货膨胀趋缓回归，牛市趁机启动。道一琼斯成分股的收益没有变化，但从 1980～1987 年，股票价格翻一番还多，因为在通胀率下降时的收益更加有价值。

过去接近 20 年的疲软的通货膨胀率并没有抹去 1970 年间的记忆。货币当局自艾伦·格林斯潘而下，都对通货膨胀保持持续的警惕，正如他们的前辈在 20 世纪 70 年代以前 40 年对通货紧缩的持续警惕一样。当投资者被通货紧缩伤害后，经济上的好消息就是股票市场的好消息；而今天经济上的坏消息却是股票市场的好消息。今天的投资者担心强劲的经济将带来通货膨胀。

至少在 1997 年秋天亚洲市场崩溃后重要人物对这个话题感兴趣之前，通货紧缩不是担心的对象。投资者对通货膨胀感到担心，是因为报纸上说艾伦·格林斯潘也对其感到担心。独立思考的经济学家正在听到不同的警告：美联储正在进行一场错误的战斗。

一个坚定的通货紧缩者，吉姆·斯塔克，怀疑世界经济足够强壮，能够承受住类似 1987 年那样的冲击。“是什么挽救了那场危机中的金融市场?”斯塔克说，“是中央银行一致的降低利率政策，给金融系统以大量的货币供给。今天，日本和欧洲的经济比他们在 1987 年要弱，而且日本的经济如此之低，已经没有下调的空间。日本的中央银行已经给自己的经济体系注人大量资金，但并没有反应。”

确定下一次熊市发生于通货膨胀还是通货紧缩期，是规划你资产配置的第一步。按照马蒂·泽维格(Marty Zweig)的观点，当消费者价格指数(全国范围内最普遍的价格指标)没有与目前的状况偏离很远时，拥有股票是会有收益的，商品价格的快速上升则将意味着通货膨胀。

在通货膨胀熊市中，资金可以配置于货币市场、票据或储蓄账户，以获



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得不错的收益，这些资产都将获得利率上涨的好处，更加激进的投资者将购买黄金、商品、房地产和其他有形资产，尽管可能很重且无法携带，在通货膨胀的情况下值得拥有这些资产。回避长期债券，在利率上升时它的价值下降，回避大多数股票。

在通货紧缩熊市中，长期的政府债券是你的最佳选择，“零息债券”是最能获利的资产。不要购买企业债券，当经济情况不理想时，企业更可能无法对付这些债券。通过长期政府债券，你“锁定”了一个收益率，在利率不断下降时，这个收益率变得更加有吸引力。

在一个通货紧缩熊市中，现金没有债券那么有吸引力，因为利率在下降，货币市场或储蓄账户的收益率也会随之下降。但是，在现金上小幅盈利还是比在股票、房地产或商品上大幅亏损要好，如果不清楚经济将会通货膨胀还是通货紧缩，持有现金不会出现太大的错误。

盈利被过分看重了么?

股票价格的涨跌依据于企业盈利的说法是一种被广泛接受的错误观念。根据买家双方的倾向，投资者愿意为盈利支付的价格每小时、每周、每年都在变化。股票价格会因利率、金融事件和其他使得股票对持有者或未来持有者价值增减的因素而变化。

在华尔街，没有比盈利更重要的主题，大批的分析师被雇佣来估计下个季度的“盈利值”。那里有“盈利失望”、“盈利惊喜”、“官方盈利”和“传言盈利”(也被称为是“耳语盈利”)，这些都会导致波动。

根据先天具有的乐观性，华尔街根据下一年的盈利来对股票进行评级。因为下一年的期望盈利比上一年更好，这种基于未来的方法给予投资者支付更高价格的理由。去年的盈利，也被称为“静态盈利”，提供了更保守的对比标准:已经发生的而不是未来将要发生的。

在一般情况下，如果一个企业盈利能够翻番，其他条件不变，它的股价也应该翻番。盈利变为三倍，股价也应该变为三倍，以此类推。这个公式的缺陷在于:其他条件不会不变，也就是说，投资者在不同的条件下愿意为盈利支付的价格是不同的。

例如，国民快速工业公司(National Presto Industries)，一个小型的设

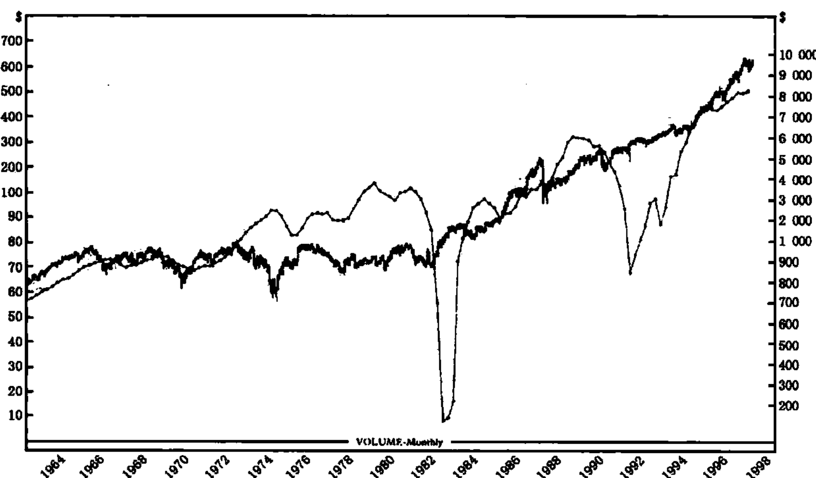
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

备制造企业，1996 年的每股盈利为 2 美元整，最近的股价为 40 美元，投资者支付了快速公司盈利的 20 倍(40 美元除以 2 美元)作为股票价格。这就是市盈率，简称 PE，它随时都会变化。市盈率总是在变化，投资者不总是为快速公司的股票支付其盈利的 20 倍，投资者为道一琼斯工业股支付的平均价格是其盈利的 23 倍(1998 年的数据)。

从这种意义上理解，股票与一个棒球明星卡的交易没有什么不同。肯·格里夫卡(Ken Griffey Jr.)——为了纪念这名西雅图水手队的强力击球手而发行的棒球明星卡——的价格会根据价格对本垒打的比率，随着格里夫的本垒打次数的变化而涨跌。但同样，它也可能不按这个比率变化，棒球不受欢迎时，像在 1994 年发生运动员罢工时那样，卡片购买者通常会支付较低的价格，包括格里夫卡，即使格里夫在那个赛季打出了不少本垒打。

同样，如果股票不受欢迎，投资者也会为摩托罗拉、迪斯尼、麦当劳支付更低的价格，无论这些公司在这一年赚了多少钱。图 3 显示了道一琼斯工业股 30 只股票盈利和价格之间变化无常的关系。看上去似乎没有多大联系。沿着曲线，市盈率在 1991 年的高点 28.89 和 1979 年的低点 6.44 之间震荡，那个低点仅比 1949 年记录的 6.99 稍低，可能是那个世纪中最明显的最佳买入时机。自 1961 年以来，PE 的主流是 15。

世界资本经典译丛
The World Classics of Investment



数据来源：证券研究公司，鲍勃森联合企业之一(Securities Research Company, a Babson-Untied Company)。

图 3　道一琼斯价格与盈利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道一琼斯指数盈利低于上年的情况不少于 17 次，在这 17 次中，有 12 次股票价格是上涨的。在 20 世纪 50 年代，价格上涨，盈利变动但基本保持不变。20 世纪 70 年代情况相反，盈利上升，价格滞后，在 1973～1974 年间，股票价格遭受了 40 年中最大的打击，而盈利则是自 1962 年以来的最佳表现。

1975 年是盈利的灾难年，但却是股价的幸运年。1921 和 1932 年启动了两轮大牛市，但道一琼斯成分股在那两年中都出现了亏损——仅有的盈利为负的两个年份。1929 年的道一琼斯指数的盈利比 1928 年高了 25%，但好消息没能阻止股价崩盘。大多数熊市开始于盈利上涨的年份。

假设沃顿商学院(Wharton School)的一个学者告诉你道一琼斯成分股 1998 年将实现综合盈利 520 美元，这是来自于华尔街分析师预测的实际统计，分析师加班加点工作以预测盈利，并且这个沃顿的预测是确凿无疑的。那么这个消息的价值如何？你能够依赖它及时地赌对道一琼斯的方向，从而登上福布斯富豪榜么？知道道一琼斯成分股在 1998 年将盈利 520 美元，你能判断道一琼斯指数将会如何涨跌吗？

如果股票定价“正常”，按照 16.7 倍的市盈率，道一琼斯指数在 1998 年将会达到8 684点。如果按照 23 倍市盈率的高点(如 1961 年的情况那样)定价，道一琼斯指数将达到11 960点。如果按照 8 倍市盈率的低点(如 1980 年的情况那样)定价，道一琼斯指数将从目前水平下跌到4 160点。

在11 960点和 4 160 点之间，有很大的盈利和亏损空间，这也就是盈利——PE 公式中的 E——是一个不可靠的预测工具的原因。熊市出乎人们的预料，是因为熊市不仅发生在盈利枯竭时也发生在盈利较佳时。事实上，相比盈利枯竭，熊市更多地发生于盈利较佳的时候。

对于是什么导致了投资者会为公式另一边的“E”支付变化很大的“P”，有很多长期的原因和三个短期的因素：通货膨胀、利率和信心。

市盈率在 20 世纪 40 年代和 50 年代早期非常吝啬，因为投资者对未来的繁荣缺乏信心。在《货币大师》(*Money Masters*)这本书中，约翰·特瑞恩(John Train)描述了那个时代的居民是如何听着“大战之后大萧条”而长大的，因此他们预期第二次世界大战后会发生经济萧条。而实际上由于日本和欧洲经济都处于蹒跚阶段，美国则垄断了世界的生产——如果曾经有过这种情况，这是股市进入牛市的情景。但是投资者忽视了这个情况。他们保持这样的想法：枪支生产商、军服生产商、钢铁商等在失去了最大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

客户山姆大叔后，经济将会陷入停滞。

到 1953 年，很明显萧条不会发生，投资者开始为股票支付更高的价格。“E”上升，同时“P”也在上升，双向运动带来了大牛市(在熊市中，双向运动作用相反：“E”和“P”一起下跌，导致很大的损失)。20 世纪 50 年代的熊市结束于越南战争和高通货膨胀所导致的投资者集体对未来的繁荣失去信心。他们对“P”变得吝啬，熊市因而开始，当时在盈利没有什么变化的情况下，市盈率从 20 下降到 10，股票价格下跌到一半。

被通货膨胀所困扰，20 世纪 70 年代的投资者对美国企业的杰出盈利表现视而不见，而是将注意力集中于两个令人不安的情景：(1)美联储将提高利率来对付通货膨胀，从而降低企业盈利；(2)通货膨胀率将不受控制，从而超过企业盈利增长。无论哪种情况，投资者都开始怀疑企业的盈利，并坚持为盈利支付更低的价格。从以上所有这些我们可以学到什么？良好的盈利可以导致更高的股价，但仅在投资者愿意的情况下。

在赢得对通货膨胀战斗的胜利之后(同时也在过程中引发了衰退)，美联储改变了 10 年趋势的方向，在 20 世纪 80 年代开始降低利率。这是一个牛市的开始，立刻改变了市盈率和投资者的态度。更低的利率刺激了经济，导致更多的盈利，还使投资者从债券(收益率下跌)中退出，进入股票市场。对股票需求的恢复带来了价格的膨胀。

20 世纪 80 年代的趋势——更低的利率、更高的盈利、更高的股价——延续到 20 世纪 90 年代，在这种双向运动中，股票价格涨到四倍。享受这一过程，但高盈利、高股价的过程不会永远持续。不知道这一完美的过程会持续多久，这已经比市盈率观察者所预期的要长很多。

19 倍卖出法

“历史数据显示，20 倍市盈率对道一琼斯指数而言太高了”，约翰·丹尼斯·布朗(John Dennis Brown)在他的《惊慌的盈利》(*Panic Profits*)这本书中说到。在股市中选择时机的一个简单途径是当市盈率超过 19 时采取防守性措施。“在 19 倍卖出”可以使你在 1987 年的大崩盘前几个月离开股市，但在其他情况下，这一方法使你太早进入或离开股市太早而无法赚大钱。

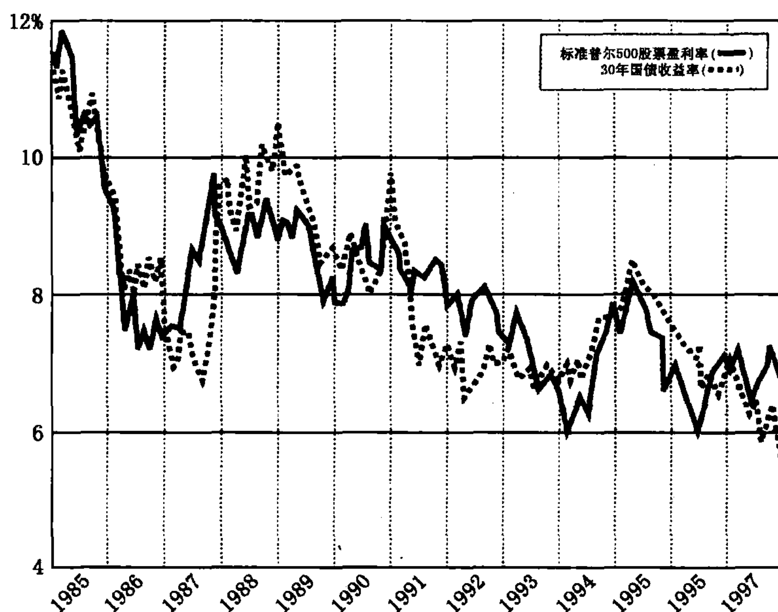
在 1991 年，道一琼斯指数的市盈率达到 30 倍，你会因为卖出而后悔难过。在最近的这次牛市中，在 19 倍卖出只会带来失望，按照这个信号行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动的投资者把大量盈利留在了华尔街。1992 年盈利的大幅上涨把市盈率带回到了安全的区间。

一个对盈利更加复杂的评级系统是"盈利率"。通过颠倒市盈率，用盈利除以股票价格就得到盈利率。这就称为 E/P 比率。仍以国民快速工业公司的例子，用 2 美元盈利除以 40 美元的股价，得到盈利率为 5%。

盈利率给你一个简单的方式，来与债券这一对股票最具竞争力的投资品种进行比较，从而衡量股票是贵还是便宜。图 4 显示了标准普尔 500 股票盈利率与 30 年国债收益率的对比。你可以看到随着债券和股票吸引力的变化，两个收益率关系的改变。



数据来源：I/B/E/S International。

图 4　股票盈利率与债券收益率对比

债券收益率是确定的并由政府作保证；而盈利率有一定的不确定性并可能无法实现。除其他因素之外，这一原因也导致股票比债券的风险要高。基于这种情况，你会要求股票相比能从债券获得的收益率有更高的盈利率，来补偿你承担的额外风险。

出现过几次盈利率比债券收益率要高的时期，暗示股票持有者得到适合的回报，股票被合理地定价。也出现过债券收益率相比更高的时期，表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

示股票价格被高估了。如图 4 所示，股票价格可以暂时被高估，但最终它们会回到正轨。近来，盈利率已经下降到 4.5%，比债券收益率的 5.8%低了超过 1 个百分点。这个指标的爱好者会认为债券值得投资，而股票应该卖出。

扣动扳机

熊市的发生是因为一个简单的原因，商品的拥有者不能得到他们要求的价格。购买者的缺乏迫使他们降价，直到有买家愿意进行交易。这在零售过程中很常见，商店在每一个圣诞大购物之后会迎来一个熊市。

华尔街没有圣诞大购物，并且如果股票以 20%、30%、40%或 50%的折扣进行销售，公众的信心肯定会被摧毁。曾经被认为是利好的条件，例如强劲的经济或低通货膨胀，现在被认为是在向较坏的情况转变。投资者不再关注那些给他们以买入理由的好消息。他们关注于给他们卖出股票借口的坏消息。同时，聪明的采购者都忍耐着等候将来会产生的更大折扣，因为其他潜在的购买者也在因同样的理由推迟采购。

折扣持续的时间和折扣率的高低将决定人们什么时候返回商店。这种心理因素使得熊市很难讨价还价。

熊市的扳机

如果普遍的看法转为负面，启动下跌的全部需要只是一个“扳机”——某种震撼性的变动或突然的灾难吓退了买者，卖者不得不以更低价格卖出。20 世纪大量的熊市都是由可识别的一个或几个事件触发或引起。1990 年，是萨达姆·侯赛因入侵科威特。1983 年，是艾利铁路的失败。1890 年，阿根廷政府的破产，几乎摧毁的伦敦的巴林银行（由于在新加坡办公室里一个毛头小子错误地进行了数十亿美元的赌博，巴林银行最终在 100 多年后被摧毁。但在那个时候，巴林银行的地位是可以忽略不计的，市场几乎没有什么反应）。

有些下跌有多个触发事件。1956～1957 年，有三个触发事件：(1)苏伊士战争；(2)苏联坦克开入布达佩斯；(3)苏联发射了卫星，美国汽车销量的猛烈下跌和高通货膨胀导致萧条。1973～1974 年的下跌有五个事件：



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(1)水门事件;(2)斯皮罗·阿格纽(Spiro Agnew)丑闻;(3)阿拉伯石油禁运;(4)第四次中东战争(1973年10月6日,埃及、叙利亚为收复失地,经过周密准备后,向以色列发动突然袭击,又称"赎罪日战争"、"斋月战争"。——译者注);(5)尼克松卸任,走弱的美元和上升的通货膨胀带来阴影,肯特州大学4名学生的枪击案将股票推入底部。

偶然地,明显的"扳机"并没有引发熊市。日本偷袭珍珠港后的那一天,道一琼斯指数仅下跌了4点,在之后的几个星期中下跌了10%。1979年伊朗绑架了美国人质后,道一琼斯指数基本没有反应。艾森豪威尔总统在高尔夫球课程上的心脏病突发只促使了一次中级调整——如果总统死了,认为熊市将在他举行葬礼那天发生是错误的。

4任总统死于暗杀,这4次股票都上涨了。林肯在1865年4月15日被刺杀,股票市场关闭了一个星期,开市之后股票涨到更高。加菲尔德(Garfield)在1881年9月19日被刺杀,第二天股票上涨。股价在麦金莱(McKinley,美国第25任总统。——译者注)被刺杀后上涨,因为华尔街期望比他更富有的西奥多·罗斯福(Theodore Roosevelt,美国第26任总统——译者注)继任,人们认为罗斯福是更加值得依赖的资本家工具。而事实恰恰相反,罗斯福迫使J.P.摩根、美国钢铁分拆,并向J.D.洛克菲勒的标准石油收取大额的罚金,从而触发了一轮熊市。

半个世纪以后,肯尼迪总统通过对被罗斯福总统分解的钢铁行业执行价格管制,引发了一轮熊市。可能这就是在肯尼迪于1963年11月22日星期五在达拉斯被刺杀后,股票上涨的原因。暗杀后的周一本来预计会有严重的抛压,但那一天是葬礼,纽约证券交易所取消了那天的交易。让纽约证券交易所吃惊的是,当周二恢复交易的时候,股价在24小时里快速达到了新高点。两个星期以后,道一琼斯指数创造了历史新高。华尔街正在向世界宣布,它更喜欢林登·约翰逊(Lyndon Johnson,美国第36任总统。——译者注)。

到目前,我们知道这些:总统暗杀可能是利好的;总统的心脏病不会致命,而只是温和的利空;总统商业上的大动作,才是大的利空。

听到炮声时卖出

自从19世纪罗斯切尔德(Rothschild,与本书作者无关)发出他著名的评论"在大炮声中买入"后,一代代投资者在战争是利多的思考中成长。对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重要战争的仔细研究将这个理论打得千疮百孔，在炮声中买入股票是如此一致的导致损失，如果罗斯切尔德能够支付其房地产的维护费，那将是一个奇迹。大炮是最可靠的熊市触发事件，在大炮声中卖出是一个最佳策略。

一个小型的冲突或特警的行动——如美国军队被派往巴拿马去除掉诺列加将军，派往海地去挽救民主，或是到索马里运送食品和解除武装吉普车——对股票没有坏的影响，因为成本和伤亡都很低。一个更长期更致命性的冲突，在给世界各交易所带来扫兴的情景时基本没有失败过。熊市伴随着西班牙—美国战争(1898)、1912 年的巴尔干半岛战争、第一次世界大战(当时道一琼斯指数擦掉早期盈利，到 1917 年 12 月下跌了 40%)、希特勒入侵捷克斯洛伐克(1938 年，那时股票在听到慕尼黑和平会议的只言片语后短暂上升，然后下跌)、联军在敦刻尔克的战败(1940)。

在 1942 年战争中期反弹之后，第二次世界大战使股票称为持有模式。1950～1952 年的朝鲜战争引发了 12%的下跌。越南战争带给股市自 1937 年以来最大的下跌；采纳第三方的泰莫斯・拉里(Timothy Leary)的建议——“打开收音机，听广播，不参与”——的投资者在灾难中得以生存。如果拉里曾经说的是“打开收音机，听广播，卖空股票”，可能嬉皮士们就已经登上福布斯 400 榜单。

1981 年英国在马岛和以色列在黎巴嫩的冲突使股价下跌。萨达姆入侵科威特(1990)同样，尽管精确制导炸弹落在伊拉克目标上的消息使得华尔街上的熊市结束，海湾战争还是在全球引发了连锁反应，其中包括日经指数的大熊市。

尽管战争创造工作机会，这是利多的；但它也会摧毁工厂、道路、桥梁、零售商店和购买者，这都是利空的。战争还会导致贸易壁垒，制约了竞争，也是利空的。战争是昂贵的，货币当局通常通过加印货币来获得资金，加印货币将导致更多的现金流入流通领域，这将导致更高的利率和更高的通货膨胀。CPI 在革命战争、1812 年战争、美国内战、两次世界大战和越南战争中逐步攀升，这对股票而言是不好的。而海湾战争没有产生这种副作用，是因为其他国家承担了部分职能。

罗斯切尔德格言的第二部分提到“在喇叭声中卖出”(意味着和平将要来临)，也是误导的。和平在大多数情况下是利多的。比如 1920～1928(一次世界大战后)、1946～1950(和平被朝鲜战争打断)、1954～1966(越战前)



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和 1982～1990 期间，股市表现还是不错的。在一场战争中卖出股票的投资者，将可以用手中持有现金在更低的价格重新买入股票。

熊市的顶部、底部以及之间的反弹

买股票最安全的时机是当人们不敢进入市场的时候，就像 1974、1982 和 1987 年大崩盘后时那样。买股票最危险的时机是人们都在进入市场的时候，就像 1997 年那样。

——罗伯特·普莱彻特(Robert Prechter)

牛市会创造不现实的预期，无论是对股票还是对邻居的房地产。乔·道克斯(Joe Doaks)把他的房子挂牌250 000美元，这是前所未有的最高的要价。这给街区上下创造了快乐，因为邻居们会告诉自己，道克斯的房子只有一个很小的花园，如果他的房子价值250 000美元，我们的肯定值更多钱！

但是和其他在市场上挂牌出售的房子一样，道克斯的房子在随后的几个月中都没有卖出去，道克斯变得没有耐心，下调了几次他的报价。一个买家出价175 000美元时，道克斯绝望地进行了交易。道克斯的邻居们也不再有欢乐，因为邻居们的房价也已经下跌了75 000美元，正是道克斯初始报价和最终成交价之间的价差。

同样的感觉出现在华尔街上，当一个股票的价格创出新高后，会导致全世界的持有者的欢呼，他们会相信他们所持有的股票是物有所值的，并对他们家庭的净资产进行重新评估。但是，一个高的股票价格仅仅当下一个买家愿意支付这个价格时才是可靠的。否则，股价也会像道克斯的房子一样下跌。

在熊市中房子相对股票的关键好处是人们可以居住其中，并且不会有卖掉他们头上屋顶的倾向，而不具居住功能的股票则没有可以居住的附加作用。此外，邻居房屋的价格不会在电视屏幕底部循环播放，拥有者不会被经常地提醒他们的损失。

你一定听说过股价必须攀过一道“担忧之墙”。1982 年，道－琼斯指数在 800 点，担忧者比股票持有者数量还多，股票被认为对审慎的投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而言风险太大，那我们就离那堵墙的底部很近了。1997 年，道一琼斯指数达到8 000点，股票持有者数量远远超过担忧者的数量，股票被认为对成年人和青年人很安全——这意味着我们更加接近那堵墙的顶部。

从顶部到底部的情绪变化反映在对著名上市公司股票价格支付上。没有其他什么原因能够解释为什么投资者在 1969 年还很开心地为麦当劳的股票支付每股 50 美元，但到了 1973 年很多投资者都不愿意支付 6 美元、5 美元、4 美元甚至 3 美元，使得股票比一顿快餐的价格还要便宜。麦当劳还在制作同样的汉堡包，消费者也仍按照往常的习惯消费汉堡包，公司正在实现更高的销售和更高的利润，但在担忧之墙的底部，人们过度地担忧了通货膨胀、石油短缺、文明的坍塌，从而不能集中注意力于有关麦当劳最新的积极新闻。除了这些担忧之外，他们还担忧因其他担忧者从众的卖出而导致的看上去没有尽头的股价下跌。

顶部总是很难被把握，在最近的高股价时期，预测顶部的专家不比他们的前辈们更幸运。乔·格兰威乐(Joe Granville)在 1982 年预测顶部，提早了 15 年和7 000点道一琼斯指数。其他一些顶部预测者在道一琼斯指数2 000、3 000、4 000、5 000、6 000、7 000、8 000点时就已认为这是顶部，与其这样倒不如把1 000、2 000、3 000、4 000和5 000个股票共同基金开始运作视为是顶部的信号。

人们认为如下情况发生时顶部就临近了：沃伦·巴菲特购买了他的企业用喷气机——无法防卫号时；夏季通往东汉普顿(East Hampton)，长岛(Long Island)的路无法通行时；雪茄重新流行时；股票经纪行的雇员达到历史最高点时。记者们认为彼得·林奇 1990 年离开富达麦哲伦基金时是顶部。

卖空者大卫·洛克在 1993 年 12 月看到顶部，并在《巴伦》周刊(*Barron's*)中说到："各种有趣的证据都在逐步明确，我们正在快速地接近这一投资周期的终点。"吉姆·费奴肯(Jim Finucane)，一个业绩突出资产管理者也加入了这一早期的论调，在 1993 年卖空其组合中的全部股票。"我预计在接下去的几年中股价平均下跌 40%左右，"费奴肯告诉《巴伦》周刊(1993 年 12 月 20 日)。

草率的顶部论者过早地卖出股票，将看着他们的朋友和邻居庆祝净值的进一步增长。股价上涨越多，他们就更加相信最终他们将是正确的。

1994 年，美林的策略分析师罗伯特·法乐尔(Robert Farrell)预测我



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们将在1995～1996年看到顶部。在道一琼斯指数4 000点时，马蒂·泽维格(Marty Zweig)的人脑数据库(指其拥有像电脑数据库一样的海量记忆力。——译者注)奈德·戴维斯(Ned Davis)认为熊市正在来临，“我认为它会来的相当快。”在1994年，吉姆·斯塔克担心“分化的加剧和散布”，道一琼斯公用事业平均指数创下年度低点，同时道一琼斯工业指数达到年度高点。

共同股票合伙公司的查理斯·明特(Charles Minter)从1991年起看空，并告诉《巴伦》周刊他“对将要发生的情况感到害怕”，并确信最终他将是正确的。大卫·舒曼(David Shulman)，所罗门兄弟公司(Salomon Brothers)的市场策略师，自1994年起断断续续地看空，笔记上写到“我背上已烙满了牛蹄的印迹”。摩根斯坦利的巴顿·比格斯(Barton Biggs)在1996年12月预计“很快”就会有10%～30%的下跌；同一公司的另一名断断续续的看空者拜伦·威恩(Byron Wien)在1996年8月的反弹上涨中保持看空，在市场惩罚他之前抛出了看空的论调。

尽管嘲笑吧，但这些近现代的顶部预测者在最终可能会被证明是正确的。

线图研究者指出1919、1929和1973年是一重顶；1956～1957是三重顶，当时道一琼斯指数三次跳升到520点；1937和1946年是双重顶；1906年是拉长的顶部。这些顶部告诉我们什么？市场的顶部没有任何特定的模式，并且比山峰顶部的模式要多得多。

某些顶部在疯狂的交易中达到，其时股票被极其狂热地卖出买进。但是这些“高交易量”的顶部是不常见的。一些顶部是在某一类股票以明显荒谬的价格买卖时达到。1901～1902年，这类股票是垄断企业或“托拉斯”；1919年，是原油类公司；1968年，是新股并且多数是高科技公司；1973年，“漂亮50”(Nifty Fifty，指美国20世纪60、70年代在美国纽约证券交易所交易的被公认为应该坚定地购买并持有的50只最流行的大市值成长型股票。——译者注)。[以上信息感谢约翰·丹尼斯·布朗(John Dennis Brown)]。

关于顶部的民间传说可能使你持有股票时间太长，或者使你太早离开股票。这些传说包括：

● “只有在最后一个看空者认输之后顶部才会达到”(在每一个顶部都有看空的预测者)。

● “只有80%的投资者在看多阵营时顶部才会达到”(在1996年，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只有50%的投资者看多)。

- **“资金从共同基金流出之前不会达到顶部”(在1969～1970年,熊市进行了2/3之后资金才开始外流)。**
- **“只有国家进入衰退时才会出现顶部”(很多熊市不涉及经济衰退;或者,如果出现衰退,熊市通常在衰退发生前几个月就开始了)。**

马蒂·泽维格观察到顶部发生时“乐观主义称王,投机疯狂进行,股价持续在高的P/E比率上,流动性消失”。但乐观主义和投机是主观的,却很难来量化。你可以很容易地推断出1992年的美国股市中乐观主义称王,自1996年以来投机盛行。市盈率在1994年看上去高得危险,直到企业盈利的突然提高使它有所下降,并将股价推向更高。

尽管没有确定的方法来预测顶部,在许多熊市当中,你并不需要完美地把握时机来实现有盈利的撤退。在1981年的熊市中,标准普尔500指数在1980年11月28日达到140点的最高点,但6个月以后,到1981年6月,这一指数只下降了10点,到130点。以小盘股为对象的罗素2000(Russell 2000)指数直到6月才达到顶点,真正的损害来自于这以后。1973年发生的那次熊市中,标准普尔500指数在1月11日达到顶点,9个月以后仅下跌了不到8%。一个典型的熊市中,2/3的下跌发生在最后1/3的时段中。

熊市中的反弹

熊市有可能被一个令人兴奋和没有预期到的反弹所打断。当多数投资者坐在他们的资产上,像哈姆雷特一样瘸着腿时,投机商开始入市赚钱。反弹发生于令人鼓舞的进展:美联储更低的利率、重大战争的停火、经济复苏。股价快速上涨,一些股票可能达到新的高点,但多数都未能实现新高,当反弹结束时,又一轮大幅下跌使股价更低。

与其他年代相比,20世纪30年代有更多的熊市中的反弹。自1956年以来的7次反弹产生超过10%的收益。这其中包括一轮相当壮观的反弹,打断了1968～1970年和1973～1974年两轮熊市。这轮反弹使得道一琼斯指数从631上涨到1 051,收复了之前全部的损失并有所盈利(一些理论家把这次反弹视为一轮新的、小型的牛市,但无论怎么称呼,它是一段有意义的经历)。

从1968～1977年是美国股票记录中最令人困惑和疲倦的阴阳交错的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10 年。在 20 世纪 70 年代末，道—琼斯指数仅比 10 年前高了 30 点。在这期间，买入并持有是在浪费资金和时间，因为股票——即使是分红的股票——也没有与通胀保持同步。这个时期对有耐心的投资者而言没有意义，但它给了短线炒家和反弹玩家一个绝好的机会来检验他们的技巧。

你如何决策何时应该重新进入一个正在下降的市场，以利用下一次反弹呢？任何时候当股价下跌 10%时—— 一次调整但还算不上是熊市——马蒂·泽维格视为一个潜在的买入时机。他的研究显示，当股价下跌 10%时，有合理的机会发生一轮"应有的反弹"。这里假设市场没有受到有针对性的打击(参见第二章"泽维格的 3 重打击"一节)。泽维格在没有仔细研究过他的关键指标前从不投资于任何市场，这是他在 1974 年的痛苦经历中得到的教训。

1972 年泽维格开始看空市场，他在接近市场顶部的地方卖空，为他的客户赚取了很好的利润，但在 1974 年 6 月，股价开始回升，他说服自己反弹将继续，忽视了指标正在显示的相反的情况，他大量买入股票，在 3 个月中损失了 2 年的盈利。

"我可以说我没有错，只是时机选择早了，"泽维格在他的《获胜华尔街》(*Winning on Wall Street*)书中回忆到，"对于那些错误，存在很多的通常的合理化解释…… 指标仍然显示熊市，而我忽略了"。

"我那时的主要错误是忽略了当时非常不利的资金环境……决心不再重犯同样的错误之后，我构建了许多新的货币指标，并使它们很好地服务于我……之后的一年半，1976 年 1 月，我又犯了一个更严重的错误，从那以后，我绝对彻底地放弃了与市场重大趋势相抗衡。"

触摸熊市底部

熊市是一个正在酝酿的牛市。

——佚名

在最后一轮股价跳水宣布熊市的终结后，你将面临一个买入的机会，可能是一辈子一次的机会。你需要两样事物来利用这种机会：准备好的现金和较差的听觉。后者是必需的，使你能够超脱嗡嗡作响发自担忧之墙底部的股票末日的说法。在那里怀疑者占到上风，他们已经如此经常地被失望所打击，以至于不能相信下一次反转的确实发生。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个最好的例子是1932～1937年大萧条后的牛市，迷失在阴暗日子里的一段幸福间隙。那些在1932年道一琼斯指数处于41.22点的低点买入股票的人，在道一琼斯指数达到194.40点的5年中，几乎将其资金翻了5倍。在标准普尔500指数上他们更快地得到回报——在3年中上涨154%。这种收益总是不平常的，但在20世纪30年代，每4个成年人中就有一个没有薪水的情况下，这简直可以说就是幻想。

在1932年的最低点，你如何才能察觉这就是买入股票的时候？当然不是从报纸上，他们在传播一个接一个令人失望的头条新闻：银行倒闭、企业关门、1/4的工人失业。也不是从专家评论员那里，他们中没有人预测有反弹。更不是从你的经纪商那里，如果你在1932年仍然有一个经纪商的话。经纪商比客户更加害怕股票。格劳克·马克思(Groucho Marx)的经纪商比格劳克更加忧郁，正如格劳克所报告的那样：

格劳克：难道你不是那个说我们处于世界市场中，一切事情都会变好的伙计么？

经纪商：我想我犯了一个错误。

格劳克：不，是我犯了一个错误，我听信了你的话。

经纪商：我也损失了我全部的钱。

格劳克：好的，振作起来。不要让它把你击倒。只要记住——20年后，你可能会把这段经历作为美好的时光来回忆。

这就发生在1932年那段时间，之前或之后的5年都是股票最赚钱的时段。为了参与到这份幸运中去，你必须忽略流行的观点，依赖于明显的事实：股票难以置信的便宜。在1931年末，道一琼斯成分股股价下跌到年分红率为11%(年分红率＝股票年分红/股票价格，在年分红保持不变的情况下，股价下跌，年分红率上升；这里用股票年分红率与债券年收益率来比较两者谁更具投资价值。——译者注)。无论市场未来会发生什么，你应能够理性的相信，相比扣除通货膨胀率后长期债券5%～6%的收益率，这样巨大的分红率更加有吸引力。

当然股价有可能跌到更低。任何事都有可能，但在道一琼斯指数已经下跌了89%时，你应该相信会有上涨，否则华尔街将会被赶出商业社会，银行家们将回到打猎和农耕时代。同时，美联储猛烈地下调利率——在1930年一年中就下调了7次，把关键的基本利率从6%下调到非常合适的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.5%。即使是那时，更低的短期利率对股票有益已经不是秘密。

你不需要精确地选择时机来利用这次熊市中的反弹。可能你会等到道一琼斯指数从 41 点涨到 100 点后才鼓起勇气买入股票。即便如此你仍然可以在 3 年时间内使你的资金翻倍。那之后，反弹结束，你的盈利到 1939 年时变为损失，因此如果你在道一琼斯指数 100 点时买入并持有，你将暂时承担损失。然而，在 1932 年便宜的时候买入并持有，将比在 1929 年就买入持有获得更高的长期回报。

在 1974 年你又获得了一个在底部买入便宜股票的机会，当时道一琼斯工业指数以不到 6 倍市盈率的价格卖出，而许多很优秀的公司被以 3 倍市盈率的价格交易。如果你错过了那个机会，或者太年轻而不能抓住这个机会，1987 年的大崩盘再次给你一个很少见的买入机会。

同样，它也很难被利用。经纪商、分析师和著名的专业人士都在建议谨慎，这总是被解释为“等等再买”。看看 8 个华尔街的全明星在由《巴伦》周刊杂志赞助的圆桌会议上相互说些什么，当时是 1988 年 1 月，大崩盘后的 4 个月，一个创纪录的大牛市开始的前夕。

在《巴伦》周刊杂志那一年年度观点交换的介绍中可以观察到，“痛苦的哀嚎回响在金融行业的峡谷中，年底的奖金被削减或取消。从豪赤克斯(Hotchkiss)的学费到汉普顿(Hamptons)的房租都悬而未决没钱支付。金融从业者被指责为力争维持其体面生活却又无钱支付的群体，甚至是纽约的无家可归者都没有受到过如此尖酸刻薄的媒体报道。”(《巴伦》周刊 1988 年 1 月 25 日)。

这里是 8 个参与者中 4 个人的一些预测：

佛理兹·佐劳夫(Feliz Zulauf)：从 1982～1987 年的蜜月已经结束了。世界在 1987 年的秋天已经发生了变化。熊市已经启动，并将可能持续数年。我们已经迈出了下跌的第一步。

奥斯卡·斯卡福(Oscar Schafer)：我认为股票基本上趋向于下跌。

吉姆·罗杰斯：全世界的股票市场正在戏剧性地上涨，可能再持续 6 天、6 个星期、6 个月，但不会长于 6 个月。到那时，我们将面临一个真正的熊市。我正在谈论一个熊市，它将会抹去金融业中的大多数人和全世界大多数投资者。事实上有许多市场我应该卖空但我将不会卖空，因为我认为他们可能会关门。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保罗·图德·琼斯(Paul Tudor Jones)：对我而言，问题不是股票市场是否将会创出新低、我们是否将会进入衰退、我们是否将进入熊市，而是我们能够从类似20世纪30年代早期的世界大萧条中脱身么？

另外4个参与者中的3个温和地看多，最后一个参与者对前面可能引起惊慌的情景持中立态度。任何一个关心资本安全的读者都会在买入股票前再三仔细考虑，有4个全明星是如此的悲观——一个人预测另一场大萧条，一个人预测全世界范围的金融崩溃，虽然说这些人后来不都是采纳了他们自己的建议(罗杰斯后来就没有坚持)，但这反映出恐惧是多么的广泛和深入。

"专家经继续说：'哦，哦，经济开始下降，'或是'XYZ公司刚刚破产，'或是'孩子，情况很糟，'"《投资者财经日报》(*Investor's Business Daily*)的编辑威廉·奥尼尔(William O'Neil)说道，"因此新闻都是坏消息，所有的顾问都被吓怕了。并且你已经经历了6～9个月的痛苦时期，因此每个人现在都接受了情况非常可怕的观点。没有人有勇气去买任何股票。因此你将僵硬地坐在那里，舔舔老伤口，因为你已经被折磨了6～9个月，你没有勇气去购买下一个微软或思科。"

这就是熊市的双倍打击——你在下跌的市场中等了太久而没有卖出股票，之后在最差的价格离开股市。然后又在上涨的市场中等待太久没有买入，只是看着别人都在赚钱。但是再问一次，如果头条新闻没有告诉你市场已经翻转，到了买入股票的时机的话，你怎么才能知道是不是到了买入时机呢？

可能是一个令人烦恼的事件创造了卖出的气候，将股价带到底部。例如，1970年的肯特州大屠杀和1957年苏联发射人造卫星。更多的情况是，股价到达底部而没有特别的原因，这使得确定最坏的情况已经基本成为不可能。那么你该如何区分小规模的熊市、股价下跌20%、更有杀伤力的熊市、股价下跌40%或更多呢？你需要一些有说服力的证据，表明情况正在朝更好的方向转变。

你可能在这一点不能从企业的盈利上得到任何线索，特别是如果熊市是伴随着经济衰退时。股票可能会在远离底部的时候就取得他们的最好收益，那时企业都在努力的赚钱。这也就是那些重要市场的平均市盈率在这些关键转折点都是如此的高，以至于看上去购买股票没有什么保证的原因所在——盈利都不好看。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你可能可以从下降的利率中得到有价值的线索。更低的利率在两方面有利于股票价格:(1)低利率有利于经济复苏,这将最终恢复企业的繁荣;(2)低利率使得股票对于那些可能偏好债券的投资者更有吸引力。

为了挽救衰退的经济,美联储委员会会采取措施,降低短期利率。银行通过更低的贷款利率把这个好处传递给其客户,宽松的信贷环境带来更多的借贷,从而导致更多的消费,从而导致更多的企业盈利,从而导致更高的股票价格。

在一系列的加息之后,美联储的这类措施特别值得注意。就像在 20 世纪 70 年代晚期到 1982 年多次发生过的那样,保罗·福克(Paul Volok-er),当时的美联储主席,通过屡次提高短期利率来与通货膨胀作斗争,这种治疗方法也削弱了经济活力,伤害了股票价格,因此他对利率的放松是一个重大的转变信号。

另一个市场转变的信号是突然出现巨大的交易量。威廉·奥尼尔认为这很容易被识别出来:"在股价上涨后,突然大幅上涨的成交量是股市真实复苏的一个确认。这种重要的交易变化通常发生在上涨的初始几天,平均价格上涨,一些新上市的股票跳高 6%~8%,正如思科、仁科(People Soft)和爱塞德(Acend)那样——从最近一次熊市的底部开始上涨。

这种跳跃只有在大量的买入者进入股票市场时才会发生,这就告诉你阴影开始离开股市,有前瞻的投资者已经看出股票非常便宜,不应该再卖给别人了。

早期预警系统

读者对这一点可能会感到有点失望,因为本书没有给出关于能够始终正确预测股票市场重要趋势变化的规则和建议。然而通过短暂的思考你会意识到,如果有能够始终准确预测股票市场重要转折的技术性方法,重要转折将不复存在。如果每一个交易员都知道或通过半个小时的研究能够发现股票市场将下跌,买入者将不复存在。

——菲利普·凯睿(Philip Carret)

《智慧——菲利普·凯睿的投机艺术》(*The Art of Speculation*, 2008 中文版由上海财经大学出版社出版)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自从股票被发明以来，股票投资者始终在尝试寻找一个公式，告诉他们什么时候熊市会临近。技术派读者已经研究了市场上上下下的走势图，在纸面上的波动中寻找有规律的模式（头肩、双头、双底）。在 20 世纪 20 年代，克罗奈尔·莱昂纳多·艾瑞斯（Colonel Leonard Ayres），克里夫兰德信托公司（Cleveland Trust Company）的副总裁，注意到在铝价和股票价格之间一个明显的关联。还有人注意到皮革价格和股票价格之间，股票交易所席位价格与股票价格之间，家畜价格和股票价格之间的关联。

发现铝价关联的艾瑞斯也观察到当短期利率上升高过长期利率时股票价格下跌——“倒挂的收益率曲线”卖出信号，他在 1929 年 1 月公布这一发现。另一个指标库珀克曲线（Ceppock's Curve），由埃德温·库珀克（Edwin Coppock）开发，用一个“感情压力计”来度量投资者情绪。

在由经济学家罗杰·巴布森（Roger Babson）推广的巴布森图中，“成长曲线”穿过有黑色山峰和峡谷的统计图形。每一个经济行为被假设为会导致一个等量但反向的行为——辩证法被运用于资本主义。由纽约大学的威尔福德·金博士（Dr. Willford King）发明的一个“综合预测指标”，把 44 个不同的统计量综合在一个指标中。在 19 世纪末，艾伦·盖泽瑞丽（Elaine Garzarelli）用 14 个关键统计量开发了她自己的综合预测指标。

没有一个图形、公式或是综合预测指标被证明是始终正确的，而且在大多数情况下它们被证明是不可靠的（这里告诉你：近期最准确的市场时机把握者是华尔街的占星家阿克·克鲁福德（Arch Crawford），他说股票市场是由行星控制的）。然而，下面一个熊市定位系统的例子，吸引了忠实的追随者。

道指理论

如果道指理论使你感到困惑，有很好的理由解释。道指理论其实不是一个理论。它是一套从威廉·汉密尔顿（William Hamilton）在 1907～1930 年间所撰写的 252 篇《华尔街日报》（*Wall Street Journal*）的社论中总结出的推论。汉密尔顿是查理斯·道（Charles Dow）的信徒和雇员，查理斯·道是铁路（现在是运输）和工业指数之父。道关于道指理论写得很少，因此如果道对应于苏格拉底，汉密尔顿就扮演了他的柏拉图，汉密尔顿把他所认为的道所思考的东西落于纸面，关于这个主题他在 1922 年写了一本书《股市晴雨表》（*The Stock Market Barometer*）。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汉密尔顿是一个频繁的交易者和市场时机选择者，寻找两个道—琼斯平均指数路径上的关键转折点。他试图找到一种方法，区分短暂的涨跌与使得股票价格在一个方向有意义变化的长期趋势。他相信，一个长期趋势只能发生在两个平均指数朝同一个方向运动，并从而相互"证实"另一个的上涨或下跌。如果工业指数达到新高，而运输指数停滞不前，会给两个指数未来的上涨带来疑问。

在1929年10月25日为牛市写了讣告后不久，汉密尔顿去世了。从那以后，道指理论经历了起伏。两个阵营的追随者在舞台上表演：把汉密尔顿的教诲简化为公式的技术派道指理论者，和认为252篇社论不能被简化为公式的艺术派道指理论者。

在20世纪30年代，一个名叫阿弗莱德·克里斯(Alfred Coles)的学者使得很多人相信道指理论(无论它是什么)是失败的。这并没有打消一个境况不佳的名叫罗伯特·罗西(Robert Rhea)的投资者的勇气，承受着肺结核的打击，罗西通过按照汉密尔顿的路线交易他很差的股票，来维持一个较好的生活。罗西创办了一个投资顾问公司，正确地预测到了1932年市场的底部。"罗西早期的信写于美国历史上最大的萧条时期，"同时代的道指理论家理查德·罗素(Richard Russell)说道(本节中的很多信息来自于他)，"因此你可以设想他的令人震惊的看多报告所遭遇的怀疑。罗西还预测到了1937年的转折点(向下)，这一壮举使得他成为华尔街家喻户晓的人。"

罗西死于1939年，留下了没有拥护者的道指理论，直到一个印第安股票经纪人，E. 乔治·斯克佛(E. Geerge Schaefer)运用它在1949年6月19日，熊市进入尾声前5天预测到了一轮新的牛市。斯克佛以查理斯·道的原始观点作为他解释的基础，原始观点更多地把股价的涨跌归因于它们是否高估或低估，较少的归因于工业指数和交通指数的排列。斯克佛写到，"查理斯·道的哲学，总是首先考虑价值，然后是经济条件，第三位才是指数的行为"。

斯克佛保持看多直到1966年，之后在道指达到995.15的高点后及时变为看空，他保持看空直到1974年自杀。同时，斯克佛的工作在1957年末期引起了理查德·罗素的注意。当其他道指理论家依据两个指数共同下跌预测未来会更坏的时候，罗素不这么认为。估值和其他因素使得罗素相信股价仍处于长期上涨的趋势中，并且在他的杂志的创刊号中"道指理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论的信”(Dow Theory Letter)一文也如此写到。他很快发展了一批追随者，读者不断订阅，罗素不断用盈利的建议回报他们。他让他的读者在1973年离开股市，在1975年1月回到股市，及时地参与到一次大的反弹中。他让读者在1987年的大崩盘前2个月离开股市。从他创刊40年以来，他仍然在预测。《罗素》杂志(*Russell's*)是现存最老的持续出版的股票市场刊物。

罗素密切关注工业和运输指数之间的相互运动，但他不是必然得到与其他道指观察者相同的结论，因为道指理论今天和与它在汉密尔顿时代同样都是难以捉摸的。

在最近试图清晰化道指理论的努力中，有3个学者让计算机来研究汉密尔顿多年所写社论中的买入和卖出建议。3个学者设计了一个模型，让计算机从1929到现在的全部道指涨跌中像汉密尔顿一样投资。3个学者之一，耶鲁管理学院的威尔·高斯门(Will Goetzmann)描述这个过程为“运用遗传算法来训练神经网络的神经网络估计(neuralnet estimation)”。

关于结果，高斯门说是一个对汉密尔顿方法的“令人震惊的辩护”。计算机不能把道指理论简化为公式，但参照汉密尔顿的模拟交易在几十年的旋转震荡中始终赚钱。

有意思的是道指理论在今天究竟能告诉理查德·罗素些什么。它让罗素自1987年的下跌后保持看多，但10年以后，他注意到一个令人担忧的变化。工业指数和交通指数在4个月中都没有创出新高，他还注意到价值高估，他还没有发出卖出信号，但他怀疑一个重要的顶部正在形成。

反向主义

当投资者过度看多时，他们看多的任何原因都是有利下跌的，而当他们看空时，则是有利上涨的。在这个颠来倒去的叙述中，反向主义蕴含其中。反向主义者看起来是有组织的——与自身的方向相反。他们每年10月在弗蒙特州的一个偏远的度假村举行年会——类似于一个房间里没有电视的海军博物馆和图书馆等地方。落叶季节的新英格兰(New England)是这些人的一个奇妙的受欢迎目的地。

每天两次，在早饭和中饭之后，一个带着高帽子的人出现在餐厅的门前，吹着喇叭，把仪式引入旁边的一个演讲厅。这个人就是詹姆斯·佛拉



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则(James Fraser),被认为是全国反向主义者的领袖。佛拉则有一个小的出版社,通过重复地印刷这个主义的经典著作来保持这一运动的活力。最开始的一本书是《反向思考的艺术》(*The Art of Contrary Thinking*),由汉姆佛理 · B. 尼尔(Hummphrey B. Neill)著,他是佛拉则的导师,弗蒙特州的居民。在出版的一系列书中,佛拉则每月发布时事通讯和各种各样的反向性的信息,例如"在相信任何事情前怀疑一切"或"在 1 月份买入防晒霜"。

"去多数人刚离开的地方",反向主义的大师和英雄伯纳德 · 白卢士(Bernard Baruch)曾经说道。反向主义者永远不会忠诚于一种特定的投资品种,不像"黄金虫"(专业黄金投资者)那样永远忠于黄金。他在股票、债券、黄金或者猪排不流行时获得它们,并在它们变得时髦时卖出获利。他喜欢不受欢迎的事物,因此反向主义者在 1982 年公众回避股票时买入,在 20 世纪 90 年代公众对股票狂热时离开股市。

在所有金融问题中,问题的关键是关于时机的把握而不是问题本身是什么。更经常发生的情况是,在一个具体的时刻,股票、债券、黄金和猪排等既不狂热地受追捧,也没有非常的不受欢迎,因此很难分辨出什么时候人群已经拥挤到可以采取反向措施。

仅仅因为一类资产在某个时候不再受欢迎,并不能保证它会很快产生盈利。黄金在如此长的时间里非常不流行,自 20 世纪 80 年代中期以来就成为反向主义者研讨会上最吸引人的明星,当时一个狂热的"黄金虫"失去了自控,跳上一个桌子大声叫喊:"黄金! 黄金! 黄金!"在某一个时刻黄金被如此广泛地抛弃,甚至是"黄金虫"也不愿意买入。在全球范围内再也找不到比这更好的反向主义的舞台,除非它是疯牛肉馅饼,但黄金的价格仍然没有上升。

很多情绪指标和关于市场时机选择的服务都会报道华尔街交易员、期权交易者、基金经理、金融顾问和一般大众看多和看空的情况。这些数据被视为大多数人在做什么的线索。马蒂 · 泽维格报告说在每 4 次看空者数量超过看多者的情绪调查中,有 3 次股票价格在 90 天内上升了 3.5%。

这类信息可能对那些重复地进出市场的频繁交易员会有用。但是对寻求长期趋势的一般投资者没有帮助。错误择时的反向主义者让人们在 1992～1997 年间离开股票市场,当时股票已经太流行,不能通过"1 月份买入防晒霜"的测试。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在另外一个反向主义案例中，反向主义者领袖詹姆斯·佛拉则吐露，反向运动之父汉姆佛理·尼尔承认了他是通过买入施乐公司的股票获得了财富，那是当时非常普遍流行的持仓品种。

泽维格的"3重打击"

马蒂·泽维格，在他的著作《获胜华尔街》中说到，他认可的熊市至少具备如下3个关键特征中的一个：(1)极度通缩；(2)超乎寻常的估值倍数；(3)倒挂的收益率曲线。

极度的通缩。物品变得更加便宜，消费者价格指数(泽维格始终留意这个指标)下降得很快。当消费者价格在6个月中下降10%时，泽维格发布熊市预警。

极度的通缩是1919～1921年、1929～1932年和1937～1938年令人痛苦下跌的主要原因。之后它从舞台上消失了60年，直到最近一些事件暗示它可能会回来。很多投资者还没有意识到它可能带来的损害。

超乎寻常的估值倍数。当股价达到道一琼斯指数或标准普尔500指数按照20倍盈利点位时，未来很可能会出现下跌。这仅适用于充满信心的经济中，这时企业都很健康，盈利也非常稳健，在一个衰退的环境中，盈利下降，股票以较高的盈利倍数卖出并不引发熊市的警报。

超乎寻常的估值倍数在自1919年以来的8次熊市中出现。在1962年，泽维格说，经济信心较强，通货膨胀也不是问题，股票唯一不正常的是高估值倍数(道一琼斯指数在以23倍盈利的价格交易)，这足够导致市场下跌。

倒挂的收益率曲线。正常情况下，长期利率比短期利率要高，但也偶尔会出现一段时间你要面对不正常的情况，短期利率比长期利率高。那通常意味着美联储正在试图给过热的经济降温。临时倒挂的收益率曲线或许不会影响股市，但如果这种情况延续下去，或者收益率曲线倒挂得更加严重，股价将会让人失望。倒挂是过去13次严重下跌中的9次的影响因素之一。

如表1中所示，只有1次熊市是同时有3重打击：1929～1932年的股市。另外4次有2重，包括3次非常刺眼的时段：1919～1921年、1969～1970年和1973～1974年。自从1929年以来每一次熊市都有至少1重的打击。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1　　泽维格的“3 重打击”

熊　市	极度通缩	超乎寻常的估值倍数	倒挂的收益率曲线	道—琼斯工业指数下跌%
1919～1921	是		是	－47.6
1923			是	－18.6
1929～1932	是	是	是	－89.2
1933	是			－37.2
1937～1938	是			－49.1
1939～1942		是		－41.3
1946～1949		是		－24
1956～1957			是	－19.4
1962		是		－27.1
1966		是	是	－25.2
1969～1970		是	是	－36.1
1973～1974		是	是	－45.1
1978～1980			是	－16.4
1981～1982			是	－24.1
1987		是		－36.1

数据来源：马蒂·泽维格，《获胜华尔街》(华纳出版，1986)。

Q 比率

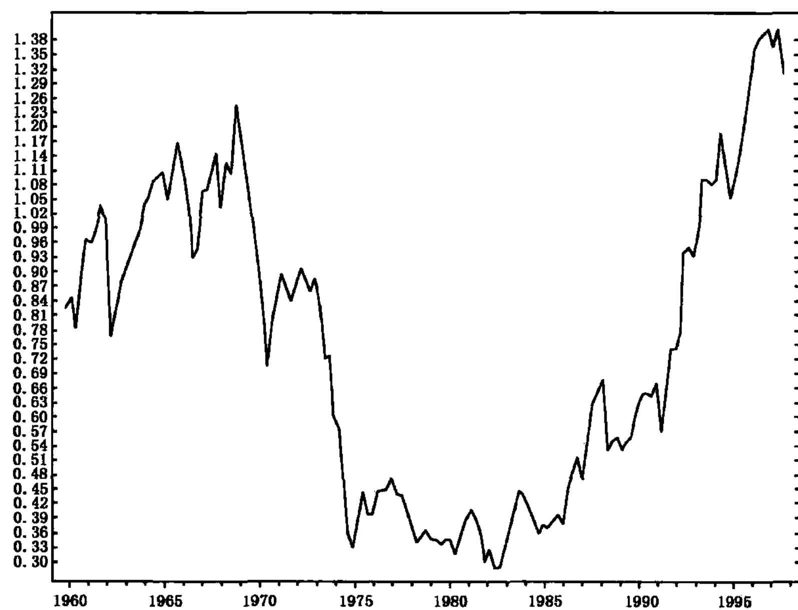
Q 是耶鲁大学经济学家詹姆斯·托宾(James Tobin)的脑力劳动成果。假设你的房子有 Q 值，你可以按如下步骤计算它。首先，你应该估算，如果这个房子突然消失，重置这个房子和其配套设施的花费。之后，你对比重置成本和今天市场上对这个房子和其配套设施的价格，用重置成本去除市场价格，就得到 Q 比率。

托宾进一步深化这个概念，计算出重置所有美国上市公司的成本(土地、房屋、机器设备、存货、固定资产等)。这远不是一个精确的数字，但在得到了一个对美国上市公司整体的重置成本的估算数字后，他用这个数字除以在美国股票交易所上市的所有公司的总市值。这样他得到整个国家的 Q 比率。

很自然的，Q 比率随着股票市价和企业资产重置成本的变化而变化。等这个比率下降至 1 以下时，购买上市公司的股票将比从头建设一个新的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司更加便宜。这意味着股票相对于其对应的资产被低估了。当这个比率超过 1 的时候,新建公司比购买股票要便宜。在这种情况下,股票相对其对应的资产被高估了。图 5 是自 1960 年以来的 Q 比率的变化图。



来源:奈德·戴维斯研究。

图 5 托宾的 Q 比率(标准普尔 500/企业资产重置成本)

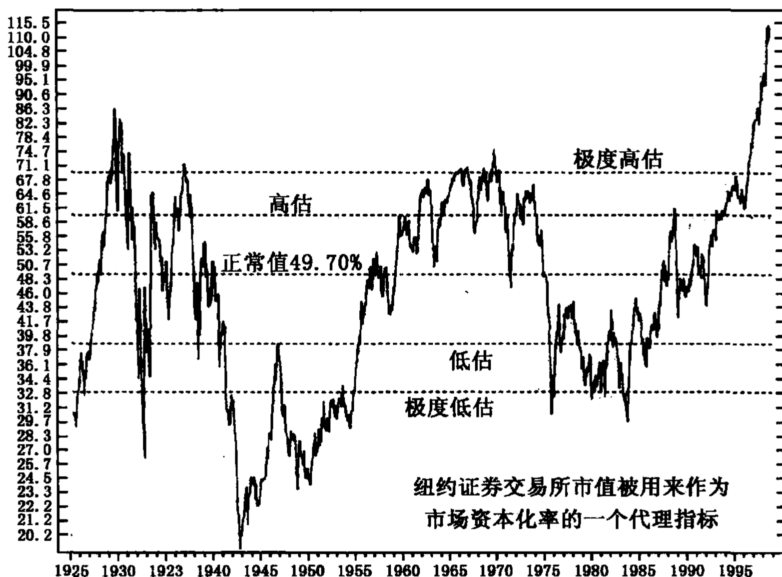
在 20 世纪 60 年代 Q 比率超过 1 之后,股票被卖出。事实上,Q 比率全部预测了 20 世纪 3 次重要的市场顶部:1929 年、1935 年、1968 年。托宾的这个指标在 1929 年和 1935 年还没有被发明,但是如果他早出生一点,Q 比率可能会在灾难中挽救很多投资者。之后,Q 比率再也没有帮助过投资者,一个托宾的追随者会在 1993 年就离开股票市场,当时 Q 比率上升超过了 1。还需要等待观察,这次在道一琼斯指数比 1997 年市场低3 000点的时候的较早退出,是否在未来回顾时会是明智的。

75% 比率

这个比率与 Q 比率类似,是整个市场价值与整个美国经济产出或国内生产总值(GDP)的比值。记录显示,当任何一次股票价值超过美国经济的 75%时,股票将会下跌(见图 6)。这个比率预测出了最近两次严重的熊市,但是最近这段时间,这个指标预测得太早了。在 1997 年,自从这个指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标被收集以来，股票因为市值首次达到美国经济产出的100%而应该被卖出。



来源：奈德·戴维斯研究

图6 按照GDP比率衡量的股票市场资本化率

均值回归(RTM,Reversion to the Mean)

均值回归的追随者相信任何事物的价格都会偶然地偏离他们自己，但是最终他们会回归到正常的相互关系中。这个理论的问题在于价格通常比人们的预期偏离得更远，持续的时间更长。同时，很难确定假设价格应该回归的均值。黄金自1980年以来处于熊市，但是大约20年以后的现在，没有人知道黄金的均值是多少。1980年，白银远远超过均值从每盎司4美元涨到49.93美元。那些认为自己知道均值在哪里并以此为依据买卖的投资者，很可能会错失趋势向上时巨大的盈利，并在趋势向下时承担巨大的损失。

以下是均值回归理论告诉我们的股价在回归到分别根据盈利、净资产和红利计算的均值前会下跌多少。

目前，标准普尔500指数的成分股以20倍的市盈率被交易，20世纪的平均价格是13.6倍的市盈率。为了回归到正常水平，标准普尔500指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

必须从目前的水平(950 点)下跌到 640 点。

同时,这些成分股每年总体支付的红利少于 2%。如果投资者要求 4.4%的"通常"的红利率,标准普尔 500 指数将下跌一半。

当前市场中股票价格超过所对应公司净资产的 4 倍。上一次它们相对净资产如此昂贵是在 1929 年。在历史上,当股价达到 2 倍净资产的时候,熊市就来临了。

圣胡安山理论(The San Juan Hill Theory)

香港学者马克·法伯(Marc Faber)认为当将军(大盘股)冲击山顶而部队(小盘股)落后时,股票就到达顶部。法伯认为,将军在部队撤退后旗帜再飘扬 9 个月并不少见。

当将军和部队分道扬镳时你该如何判断? 道一琼斯或标准普尔 500 指数中的大盘股可能在上涨,而罗素 2000 指数或其他小盘股指数中的小盘股在下跌。

1990 年日经平均指数顶部附近,部队已经撤离,因此圣胡安山理论在日本是有效的。在美国,从 1996 年起部队开始落后。大盘股上涨,而同时在纳斯达克交易的三分之一的小盘股下跌了 40%或更多。

腾落指数(ADL,The Advance-Decline Line)

图表分析者对给定每一天的上涨股票数和下跌股票数非常注意。他们相信当大多数股票一起上涨时市场是健康的,当下跌数超过上涨数时市场是不健康的。每天上涨和下跌计数反映在腾落指数中,这个指数在大量的金融出版物中有描述。在美国的股票市场中,下跌数的级别在增长,上涨数已经不持续。

在 1997 年 4 月,吉姆·斯塔克注意到,纳斯达克中大量先前是上涨的股票变为下跌,命运的剧烈逆转告诉他:"纳斯达克完全是熊市了。"



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章　谁是哭泣的熊?

被完全误导的投资者

《巴伦》周刊 1973 年 1 月的头条标题为“不是他们之中的一头熊”,在 36 年中最大的一轮熊市发作前总结了机构投资者的学术观点。

——鲍勃·普莱彻特

除非你生活在没有信箱和电话线的山洞里,否则你不可能不受外界影响独立地进行投资,每天从晨报到晚上的新闻,专家都在告诉你该如何操作。当只有 3 个电视网,没有罗·道布斯(Lou Dobbs)、罗·卢克瑟、丹·多福曼(Dan Dorfman)和玛丽亚·巴蒂卢姆(Maria Bartiromo),没有《财经》(*Money*)、《价值》(*Worth*)、《*Smart Money*》,没有彭博(Bloomberg)公司和《投资者日报》(*Investor's Daily*)时,不存在金融顾问。

被大量的信息充斥是优势还是负担? 吉姆和丽萨·斯塔克,以及在白鱼湖斯塔克的错层办公室中较低层办公的员工们尝试回答这一问题。他们回到 20 世纪 20 年代,花了大量时间精选出的在熊市前后出现的文章、标题和顾问专栏。这一单调乏味的工作产生了令人惊奇的结果。当预测

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

任何涉及金钱的问题时，经济学家、著名的投资家和那些引用他们的记者不是偶然性地出错——他们从来就没有对过。

财经记者和编辑与读者一样是情绪化的，面对电影中的情景，他们同样会笑或哭。他们从现实的生活中获得同样的启发。当事物的发展对其他人有利时，也同样会对他们有利，他们写出的故事就会有幸福的结尾。当事物的发展对每个人都是如此得有利，以至于幸福的结尾成为流行的观点时，这种流行的观点就会变得错误。这里是一个例子，让我们来看看媒体在股市处于顶点、一个灾难即将开始时在说些什么：

股票的长期前景是牛市

——《美国新闻和世界报道》(*U. S. News & World Report*)1968. 12. 28

股票价值在接下来的10年中有潜力以每年平均8～10个百分点的速度增长。

——《美国新闻和世界报道》1968. 11. 11

投资者持续增长的看多情绪表明，1981年会有一个更加强劲的股市。

——《美国新闻和世界报道》1981. 4. 20

不要离开牛背：趋势还没有结束。尽管最近已有所上涨，股价应该随着利润的提高和外资更多的买入而上涨。

——《财富》杂志(*Fortune*)1987. 8. 3

为什么格林斯潘看多？

——《财富》杂志1987. 10. 26.（在10月19日的大崩盘前就可以被买到）

斯塔克收集的资料证明，在1987年大崩盘前的几个月，其他杂志上同样看多的"合唱团"也在唱着同样错误的歌曲，斯塔克的文件回顾到1929年9月28日，当时《纽约时报》在大萧条前的几个星期提供了如下平静的评论：即使是在最近几天的市场里，除非你投资于波动非常大的股票，否则不用担心那些支付50%保证金的客户。

如果你尝试等待媒体敲响牛市结束的铃声，接受斯塔克的提示：别等了。当时机是正确的时候，被雇佣的写手和谈话者将向你保证现在不是时候。或许你的直觉和你的检测指标会告诉你应该卖出股票，但是永远不要指望流行的观点会给你正确的建议——当然除非是在应该买入的时机。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在市场底部时，告诉你已经到达市场顶部附近的错误建议被广泛传播，股价将继续下跌的可怕的预测报道在股价已经下跌以后被做出。斯塔克观察到了这个情景。你还有十年退休，你的未来依赖于一个增长型的股票共同基金，你买入并持有，这并不容易，因为基金从其最高点下跌了46%。随着你对股票的信任发生很大动摇，你拣起最新一期《福布斯》看到下面的内容："最新的分析表明股票价格没有下限，除非当价格达到很低的水平，连仔细考虑它都变得很可笑。"

搜索其他财经杂志寻找其他观点，你碰到如下标题：

"灰暗的情绪可能持续一整年"

"股票将永远以更低的价格卖出"

"华尔街将不再是同样的"

"探戈舞的日子一去不复返"

"统计指标否定了任何短期反弹的信号"

"阴霾没有减轻的迹象并将继续笼罩着商业地平线"

如果你忽视这些引起紧张的总结，努力保持投资于股票，你将比多数人都更加"固执"，在你读过这些之后，你将不会再想买入更多。假设你足够"固执"，保持了你的投资组合 3 年不变，其间经过了一次反弹并进入另一轮熊市。现在你距离退休还有 7 年，并且看着股票在其 11 年来最低水平的巨大的账面损失。你拣起最新一期《商业周刊》读到："许多分析师感觉股票存在很多继续下跌的基本面因素。统计指标显示下跌才刚刚开始。"

寻找其他观点，你读到这些标题：

"现在国家甚至都有破产的危险"

"失控的联邦赤字"

"证据显示衰退在加剧"

"股票不景气的一个案例"

"悲观的经济前景仍然困扰着专家"

"即将到来的红利危机"

斯塔克没有虚构这些。前面一系列标题出现在 1970 年 5 月到 7 月的媒体中，那是自 20 世纪 30 年代以来最大的熊市的底部附近——一个买入股票的好时机，卖出股票的可怕时机。后面一系列标题出现在 1973～

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1974 年被认为是最大熊市的延续的市场底部。这又是一次买入股票的好时机，卖出股票的可怕时机。

在 1981 年，你到了退休的年龄，你的投资组合与在 1969 年的面值一样。你提醒自己结果可能会更差。你可能会按照专家建议的那样，在媒体认为没有希望的一个或两个底部卖出股票。许多人这么做了，他们的投资组合甚至都没有收回本金。

在投资股票 10 年以后，你想要知道是否应该增加你的投资来提升投资组合的价值。在 1982 年底部区域是一代人的买入时机，当你拣起 1982 年 12 月 27 日的《商业周刊》会读到："简单的反弹已经结束了……几乎没有人期望利率的下降幅度和速度会给股票以足够的动力来上升到下一个平台……"

这不会给你一种节日里选购商品的情绪，你在新闻报刊上看到的其他观点也不会带给你上述情绪：

谨慎行动。这是专家给投资者的提醒。

——《美国新闻和世界报道》，1982. 7. 12

这些天唯一看到有所盈利的是放在货币市场基金中的大笔现金，一种既不冒险，也没有创新的投资。

多考虑考虑止损和保护本金，因为如果本金被侵蚀，你将很大程度上丧失扭亏和盈利的机会。

——《商业周刊》，1982. 7. 5

斯塔克办公室中每一个文件夹都得出同样的结论：媒体在关键的转折点时不会帮助你。股票市场是现代生活中的一部分，在其中你得到的信息越多，你越难以作出正确的决策。

财经新闻中的一些理念与投资者在财经媒体专题节目中接受的教育恰恰相互矛盾：长期中是有意义的，短期中的震荡、反复不应被考虑在内。然而，每一天记者都要解释上涨或下跌的原因，即使这些解释大部分是没有意义，在报道每天的涨跌时，他们搜索华尔街的名片夹，寻找愿意预测明天涨跌的信息源，因为预测必须蕴含市场回顾。永远也不会缺少预测者，即使预测错误也不用担心，因为没有人会去检查他们先前预测的准确性。

在所有的新闻报道中，财经新闻必须听上去很戏剧化——否则就没有



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新闻价值。戏剧化的要求导致诸如此类的标题：1997 年 4 月 1 日《纽约时报》的头版："股票垂直下跌，道指损失 157.11 点。"任何道指下跌成为头版新闻时，"垂直下跌"是最受欢迎的单词，第二受欢迎的只能是"跳水"，在垂直下跌报道旁边的边框中，专栏作家弗洛伊德·那瑞斯(Floyd Norris)将跳水形容为"广泛而深刻"，但从来也不解释什么样的跳水是"广泛"的。

《时代》报社的记者大卫·巴伯萨(David Barboza)报道到，"昨天股价连续第二轮跳水，令人对牛市在连续两年两位数的回报后是否还能够持续表示担忧"。他没有意识到正是自己的报纸助长了这种担忧的蔓延。数以百万的读者醒来后开始抛售股票，而其时股票只是回调了 2%而已。

在带来 2%下跌的同一个愚人节，《*USA Today*》刊出了一个"意见箱"，想要成为那些已经对股价跳水新闻有所不安的读者的镇静剂。在"专家力劝冷静面对疯狂的股市"的标题下，有两个建议给读者：

1. 不要卖出任何股票("在 5～10 年的时间中，这次下跌甚至算不上一次事件"，一名来自亚特兰大的金融规划师重申)。

2. 不要买入任何股票("专家们说，目前不要进入股票市场。")。

这些建议在逻辑上是不通的——如果你不应该买入股票，意味着价格将会继续下跌，如果价格会继续下跌，现在卖出有什么错呢?

如果 2%的下跌会引发"跳水"的标题，7%的下跌，如 1996 年 7 月 29 日星期一所发生那样，可以被《华尔街日报》描述为"可被载入史册的华尔街地震"，则你可以肯定 10%～30%的下跌将引发对宗教启示录般的引用。那些用诸如"1997 年 20 个必胜的投资"或是"让你可以放心睡觉的股票"等文章哄骗你进入股票市场的公开出版物，将会努力将你吓出股市。那些传递浓烈乐观主义(股票进入新时代、永远受控制的通货膨胀、美联储已经掌握了经济周期的艺术)的评论员也将不会稀释任何悲观主义。

在 1987 年的大崩盘中，两个月中道指下跌1 000点，之后的黑色星期一在一天中进一步下跌 500 点。在黑色星期一的晚上，持有股票组合的每一个人都盯着电视，寻找接下去该怎么做的线索。镜头聚焦于约翰·佛兰(John Phelan)，纽约证券交易所的总裁，他看上去像是一个刚得到致命疾病诊断书的人，或是一个刚收到大法官传票的政客。第二天早晨《纽约时报》标题是："1987 等于 1929?"文章暗示二者并不相同，但同版另一篇报道标题为"对衰退的害怕"。

可靠的消息出现并被电视台引用，预测更大的损失将会来到，并且全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

球金融体系将崩溃。听不到任何鼓励的话，纽约证券交易所记录显示6.04亿股股票换手。许多相信买入并持有的人很快变为止损和逃离。

专家们说更严重的衰退将不可避免，短暂的反弹也将失败，之后将是更大的损失，美联储将会慷慨地向银行大量注入资金，但无法避免萧条。美联储确实向银行大量注入资金，结果却是成功的。没人成功预测到这个结果。

毫无疑问，事情可以朝另一个方向发展，但通常情况下当股票下跌30%～40%以后，新闻总是最让人沮丧的。就像在1987年那样——当时股票市盈率过高并开始下降。

为了避免做出那些使你在关键时刻背离股市的"结合完全信息的"投资决策，在关键转折点所能做的最好的事情就是看辛普森电视剧、纪录片、发现频道的鲸鱼节目，或者阅读报纸的体育版、时尚版和分类广告，但在任何情况下都不要看晚间或日间新闻。

卡珊德拉（Cassandras）——熊市预言家们



认为熊市只有在最后一个看空的预测者死后或变为看多后才发生的想法是错误的——这种旧有的想法今天仍然存在。熊市预言家一直都活着，在1929年（罗杰·巴布森是最著名的一个），1987年（爱兰·盖泽瑞丽，马蒂·泽维格，理查德·罗素和杰克·斯塔克，还会提到几个）在每次下跌开始前或刚开始时进行了预言。斯塔克整个夏天都在建议读者"获利了结"，并在大崩盘前及时地推荐100%的现金头寸。

巴布森在1929年秋天发布了他的著名的卖出信号："崩溃即将来临，并将是非常可怕的一次。"事后巴布森的名字被载入史册，但他太经常地对人们喊熊来了，以至于无法根据他的警告采取行动。问题就是当这些预警家被证明是正确的时候，已经没有人相信他们。

菲尔·卡端特（Phil Carret），曾在电视上讲并且还一直在讲这个故事：没有人在听巴布森说什么，"那是因为他在1927年和1928年也发出过同样的警告。事实上，他在1929年警告的前言中顺便还提到'我将重复我在去年和前年这个时候说过的话。'"

爱兰·盖泽瑞丽（Elaine Garzarelli），马蒂·泽维格和约翰·肯尼斯·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加尔布雷思(John Kenneth Galbraith)都于 1987 年唱空，但是你听说过有人因为采纳了他们的意见而在大崩盘前清空了股票组合么? 熊市预测者受苦于卡珊德拉综合症。在每一个应该被认真对待的时点，他们并没有被认真对待。

卡珊德拉不是高盛的伙伴。她是古代特洛伊王国的普里阿摩斯(Priam)和荷库芭(Hecuba)的女儿。她与太阳神阿波罗约会，在求爱时，由于那时还没有珠宝店，阿波罗把预言能力作为礼物送给了卡珊德拉。卡珊德拉由于可以看到接下来将会发生什么，她拒绝了阿波罗的求婚。阿波罗为此而发疯，但之后又恢复了平静。阿波罗修改了卡珊德拉的预言能力，使她只能预见到灾难，因此再没有人相信卡珊德拉的预言。

她英明的预言(“希腊人在特洛伊木马中! 特洛伊将被摧毁!”)没有人听，就像巴布森的一样。著名的熊市预测者，从普莱彻特到吉姆·格兰特和吉姆·斯塔克，迟早会是正确的，但他们不会被认真地对待。不成熟的熊市预言者已经使他们失信于听众。

看空者曾经被卢克瑟嘲笑，在出版物中也被责难——“看空者总有一天会正确的，你只要等着瞧! 他们因此错过了5 000点涨幅，没有理由停止他们的预测。”一个华尔街日报的记者在 1997 年 7 月 17 日揶揄道。偶尔有时候，他们会收到间接的抱怨。一个芝加哥的资产管理者比较了吉姆·格兰特与马库斯·德·塞得(Marguis de Sade)的新闻专栏后说道:“只要你不试着照做，它就是个很有意思的读物。”

看空者失去了投资大众和客户的信任。他们失去了客户，特别是那些空头卖出者和时事通讯的作者。他们收到表达愤恨的传真，在投资研讨会上他们被进行心理分析。1977 年一个恼人的参会者告诉摩根·斯坦利的拜伦·韦恩(Byron Wien):“让我告诉你你的问题在哪里，你经过了熊市所在的 1973 年和 1974 年后那些心理创伤仍然没有痊愈。”

美联储主席艾伦·格林斯潘在意识到“非理性繁荣”使道指上涨到7 000点时，提及了站在看空者那一边的艰辛。尽管这是一种暗示性的警告，投资者也不能忍受，从他在 1996 年 12 月发布这个评论后得到的反馈来看，你会错以为格林斯潘曾经干过焚烧过美国国旗这种离经叛道的事情。

在《华尔街日报》第一页，吉姆·波宁(Jim Bunning)被一家证券公司的首席投资策略师称为“黄斯潘”，他来自肯塔基州，是国会底层的议员，还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一个曾经投出过 92 英里/小时高速球的棒球联盟的投手，他向格林斯潘宣读了骚乱法案。波宁很愤怒，因为美联储主席“干涉”了市场，他怪罪格林斯潘使得道指下跌了 0.3%——算不上是非理性繁荣的解药。微小的下跌只是表明格林斯潘的评论被广泛的忽略了。

“应该有人去阻止那个家伙（意指格林斯潘。——译者注）的谈论，”税务律师里奇·克庭的言论被在《华尔街日报》中引用。设想一下如果投资者按照警告卖出股票，道指下跌了 10%而不是 0.3%，那么美联储主席将会受到多少错误的指责。他的评论没有导致卖出的事实，使得他下一次的警告（如果他足够勇敢再发出一次的话）会像卡珊德拉的那样被忽视。

预言家和经济学家们

在其他职业中，从铅管铸造到心脏外科，专家都可以预计和预防灾难。但在股市预测中，任何类型的知识都不必然能够导致对未来的预测能力。那完全不是预言家的错。

股市预言家的工作，说起来比天气预报员的工作要困难许多。如果云层聚集，大气中降雨的条件发展，天气预报员有信心能够准确预测降雨。但是如果华尔街上熊市的条件（高股价、上升的利率）发展，股市预言家不能确信股价将会下跌，那还取决于大众起伏不定的情绪。

如果投资者没有卖出他们的股票，无论市场处于什么条件，那么股价将不会下跌。这类似于如果天气预报员的听众将伞忘在家中的话，雨就不会降下来一样，听众也参与到了预言本身中来，就是这种情况阻碍了股市预言家的预测能力。



训练有素的经济学家比拥有不够可信的文凭的博学家更加合适预测么？明显不是。例如耶鲁大学的艾因·费舍（Irving Fisher），在 1929 年黑色星期二之前的 14 天，他说：“在几个月内，我预期股票市场将继续上涨。”他在这个说法后补充，“目前的股价看上去像是在一个永久性的高原上。”费舍按照他的预测投入资金，损失了等价于按照今天美元计算的 1.4 亿元。根据他的儿子艾因二世所写的传记，那次大跌带走了他几乎所有从卖指数卡片系统给瑞明顿·兰德（Remington Rand）所得到的收益。

在大西洋的另一边，剑桥大学的约翰·梅纳德·凯恩斯在同一次大跌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中损失了 100 万英镑——尽管作为一个经济学思想家他具有无与伦比的智慧。

黑色星期二之后几天，哈佛大学经济社向他的会员保证："严重的萧条……已经超出了概率的范围。我们正在面对一个延长的清盘。"根据菲利普·凯睿所说，哈佛大学经济社在 1932 年被清盘。

这么看来，从耶鲁到剑桥以及哈佛的一群著名经济学家们（凯恩斯被认为是世界上最伟大的经济学家），都预测失败甚至都没有理解报价机所记载的数据。

历史上经济学家预测失败并不绝对地说明现代经济学家预测的情况，现代的工具更加有效，运作也更加精细，他们是否做得更好？1997 年，3 个心血来潮的经济学家，将 1929 年所有能得到的数据输入一个新的能力更强的计算机。以这些数据为基础，他们期望从计算机中找到答案：大跌是否正在逼近？运用很多先进的经济学模型，计算机计算和检验了每一个可以想像得到的角落，得到的结论却是 1929 年发生大萧条的机会为零（来自于佛理德伯格（Friedberg）的《商品和货币评论》（*Commodity & Currency Comments*），1997.3.16）。

在偏远的白鱼湖，吉姆·斯塔克提供了更深入的指控证据。他得出结论，比起擅长于预测熊市的市场预言家，训练有素的经济学家并没有更好地预测导致熊市发生的衰退。他以 3 次都伴随熊市的重要衰退（1969 年、1973～1974 年和 1981 年）中的经济学家的统计为基础，得到这一结论。

在衰退开始时卖出股票能 100%地获利于时机选择。衰退在被人们注意到之前已经出发，经济学家则有可能是最后一个知道的。官方对衰退的记录机构是国家经济研究局，但是它总是在事情发生后几个月才发出声音，而那时，股票市场通常已经下跌。

衰退总是导致股价下跌，但是股价的下跌并不一定导致衰退。经济学家在 1987 年 10 月的大崩盘后高喊："衰退！"但是衰退并没有出现。在 1962 年，在钢铁熊市之后，经济学家做了同样的事，衰退再一次没有出现。因此，有这样的说法："股票市场预测了最近 18 次衰退中的两次。"

这里是斯塔克关于衰退预测的一些记录：

1969～1970 年　衰退

● 根据国内多数投资银行家的意见，1969 年对于美国商业而言是一个很好的年份，可能是有史以来最好的一年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——《美国新闻和世界报道》,1968.12.16

● 多数经济学家认为今年不会有衰退。

——《商业周刊》,1969.3.8

● 到目前还有3个月的统计数据没有出炉,沃顿(Wharton)的计算机固执地坚信并预言在1970年没有严重的衰退。

——《商业周刊》,1970.2.21

1973～1974年　衰退

● 1973年将是经济表现非常优异的一年。这是对大多数经济学家、经济咨询公司和所有广为知晓的经济学模型调查后得到的明确结果。

——《商业周刊》,1972.12.23

● 更慢的增长,是;衰退,不。

——《财富》杂志头条,1973.7

● 美联储更加宽松的货币政策……是很多经济学家不再害怕明年会出现衰退的重要原因。

——《新闻周刊》,1973.12.22

1981～1982年　衰退

● 在连续一个或两个季度下跌后,真实GNP必将开始持续的复苏。

——《财富》,1981.1.12

● ……近来的预测显示,在未来几个月下跌后,经济将会走强。

——《美国新闻和世界报道》,1981.4.20

● 如果资本品购买没有下降,就不会有值得提及的衰退。而现在看来未来还不会出现资本品购买的下降。

——《财富》,1981.11.2

1990年　衰退

● 新一年的展望是愉快的。

——《华尔街日报》,1990.1.2

● 19名经济学家(为商业委员会提供参考)中没有一个预期今年和明年会出现衰退。

——《华尔街日报》,1990.5.14



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

● 这个时点老的存量问题不会触发一场衰退。

——《财富》,1990.3.12

斯塔克说,在过去4次衰退中,每一次当媒体察觉时,股票市场已经经历了损失的70%。因此,那些跟随顶尖经济学家调查观点有最新信息的投资者,对超过40年中的衰退和损失巨大的熊市都没有做好准备。

除了没有得到关于衰退的警告外,具有最新信息的投资者从经济学家那里还了解到通货膨胀率将在20世纪70年代后期逐步降低(实际是翻番),并将在整个80年代中期保持2位数(实际是下降到1位数)。

世界末日畅销书

每隔几年,都会有一本悲观的书爬上畅销书架。作者有时是一个学者,但更像是一个自由职业者,会给出一个具有说服力的情景,通货紧缩、萧条、超级通货膨胀、货币崩溃或是任何他能想到的会摧毁一个投资组合的情况。直到今天,这些书都是由男性写的,这是否意味着女性比男性更少感到沮丧?按照年代顺序,这里汇总了六本著名畅销书的预测和建议以及当时美国经济的实际情况。

1. 书名:《如何在即将到来的低估值中获利》(*How You Can Profit From the Coming Devaluation*)。

作者:哈利·布罗尼(Harry Browne)。

作者背景:没有特别之处。投资顾问、演讲者、剧作家,1996年总统竞选的自由候选人。

出版日期:1970年。

预言:美元将大幅贬值,贵金属将上涨,股票和债券将损失巨大,原因是"传统投资将无法跟上变化的步伐"。

建议:卖出股票和债券,买入金属。

结果:美元大幅贬值,贵金属价格上涨。股票和债券损失巨大,传统投资是没有跟上变化的步伐,布罗尼是正确的。

2. 书名:《在货币危机中可以获利》(*You Can Profit From a Monetary Crisis*)。

作者:还是哈利·布罗尼。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出版日期:1974 年。

预言:经济面临困境。失控的通胀导致萧条:"萧条将 100%地不可避免,因为它已经发生。"美元将快速贬值,股票、债券、共同基金、房地产和挂钩美元的投资将是大的输家,黄金将是大的赢家。黄金能够达到每盎司 300～500 美元,白银达到每盎司 10 美元。

建议:卖出股票和债券,买入金属。

结果:失控的通胀。美元快速贬值。挂钩美元的投资是输家。黄金和白银是大的赢家。布罗尼在通涨、债券和贵金属上是正确的,在不可避免的萧条上是错误的。

3. 书名:《如何在即将到来的坏年景中成功》(*How to Prosper During the Coming Bad Years*)。

作者:霍华德・拉夫(Howard Ruff)。

作者背景:快餐类读物的作者、电视节目主持人、演员、歌唱家、股票经纪人、食物添加剂鼓吹者、时事通讯作者。

出版日期:1979 年

预言:衰退将导致政府开动"印钞和消费机器",导致通货膨胀率螺旋上升,然后将是"被一代人颤抖着记住"的萧条。失控的通货膨胀,社会保障体系和其他年金计划的崩溃,国际货币体系瓦解,政府被迫实施价格管制。

建议:买入工具、种子和生存必需品,加上足够一年的食物。存储基本物品,价格管制实施后供给将会短缺。为每一个家庭成员投资一袋旧银币,加上一些金币。卖出大城市和郊区的房地产,买入小城镇有租金收入的地产。加入一个以物易物的小组。回避华尔街类型的投资。

结果:美联储为经济踩下刹车,减缓通胀。跟随 10 多年的繁荣后在 1982 年出现了短暂但严重的衰退。价格管制从来也没有被实施。白银和黄金进入长期的熊市,股票和债券产生了创纪录的收益。拉夫是错误的。

4. 书名:《1990 大萧条》(*The Great Depression of* 1990)

作者:拉里・百特拉(Ravi Batra)

作者背景:教授,南卫理公会大学(Southern Methodist University)。

出版日期:1987 年,1987 年在《纽约时报》图书畅销榜上保持六个星期,在夏季上升到第四位。

预言:另一场大萧条,"将发生在 1990 年,将至少折磨全世界到 1996



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年”。看到咆哮的20世纪20年代和飞翔的20世纪80年代的平行关系，重要的问题：财富的集中。中低阶层必需借钱并过度扩张，这对于借钱给他们的银行是重要的风险。卡片搭建的金融大厦将倾倒，股票市场将大幅下跌，银行系统将崩溃。

结果：股票市场上涨，银行形势很好，美国繁荣。百特拉错了。

5. 书名：《经济定时炸弹》(The Economic Time Bomb)。

作者：哈利·布罗尼。

出版日期：1989年。

预言：在1989年或1990年出现严重的衰退、银行危机，随后美联储的挽救措施将导致“尼加拉瓜型通货膨胀”。利率将可能上升到20%，引发道指下跌一半。“如果你全部投资于股票或共同基金，20世纪90年代你将无法幸存。”

建议：投资于布罗尼的“永久组合”，即把投资等量的分为4个相等的部分：债券、现金、黄金和股票各25%。

结果：1990年发生中等程度的萧条，随后是美联储的缓解措施及通货膨胀率的下降。银行出现令人吃惊的复苏，成为股票市场巨大的赢家。利率下降，道指在7年时间中变为以前的3倍。“永久组合”提供了可怜的收益：黄金、白银和现金表现不如预期。

6. 书名：《1995年破产：即将到来的美国的坍塌和如何阻止》(*Bankruptcy*, 1995: *The Coming Collapse of America and How to Stop It*)。

作者：哈利·费格里(Harry Figgie)

作者背景：费格里国际的CEO，杠杆收购的小玩家。

出版日期：1992年，在出版商每周畅销书榜上上榜26周。

预言：赤字消费将导致国家的破产。所有个人和企业收入税的85%将被用来支付国债的利息。利率、通货膨胀率将上升。“到1995年，如我们所知，美国很可能会破产”。

结果：30年中最低的通货膨胀率，23年中最低的失业率，广泛的繁荣，在20年中首次真实工资上涨。费格里国际输了钱，费格里的CEO职务被取代。

哈利·布罗尼开始时的表现出色地好，但在第三次尝试中步履维艰。其他人则从开始一直到结束都大错特错。所有这些表现都没有为购买下一本悲观的畅销书提供足够的理由。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意识到新时代

每一代人，都会谈到一个“新时代”——一个金融的卡姆莱特（Camelot）（英国传说中亚瑟王的宫殿所在之地。——译者注），在那里经济气候永远是宜人的，通胀被隔离于墙外，企业在繁荣的花园中享受阳光，并频繁地被企业研究中的头脑风暴所灌溉滋润。对股票繁荣而言是一个完美的时代？听上去像是来自于如下的描述：

第一个新时代

● 至少有5年时间，美国的经济在“新时代”空前的繁荣中，具有一种受上天保佑的围绕着光环的兴奋。

——《商业周刊》，1929.9.27

● 从投机周期上来看毫无疑问，这是一个“明确宿命（Manifest desting）”的市场，而宿命就是继续地向前进。

——《纽约时报》，1929.9

第二个新时代

● ……看上去目前处于一个“新时代”是一个共识……一定数量的保守的经济学家和企业家现在接受了经济扩张将毫无疑问地进行下去的想法…

——《美国新闻和世界报道》，1965.11.15

● 现在，美联储委员会至少有两名委员认为繁荣将继续下去，也就是上涨后不是必须下跌……目前正处在一个“新时代”的某个阶段，在这个时代当中，严重的萧条……是过去的历史。

——《美国新闻和世界报道》，1965.11.15

● “新经济”的支持者认为现在政府能够毫无疑问地保持经济繁荣。

——《美国新闻和世界报道》，1965.11.15

第三个新时代

● ……市场观察者，被有些人称为“新时代”团体，宣告一个“新时代”的来临。这个“新时代”被定义为低通胀、公众被股票共同基金强



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

烈吸引。当股票估值的旧标准根据这些因素调整后，他们宣称：股价看上去是非常合理的，最差也只是稍微有点高。

——《纽约时报》，1997.2.11

● **市场处于疯狂状态？很难这么说。支撑股票繁荣的是建立在市场全球化和信息革命的基础上的新经济。**

——《商业周刊》，1996.12.30

第一个新时代是20世纪20年代，当时这个词语进入了金融词典。那时顶尖的经济学家认为美国达到了一个永久繁荣的高地，这归功于美国的创造性，在这方面大量生产的汽车是一个明显的例子。商业周刊的记者指出"生产率令人惊讶地提高……在那里新的工业像火箭一样直冲云霄……"

第二个新时代在40年以后被再次提及，当时新一代的经济学家再次发现了永久繁荣的高地。在这段时间中，美国人的创造性地把人类送上了月球，彩色电视机出现在家庭中，建成的巨型计算机能够做数以千计员工的工作。受周围乐观主义的影响，美国的领导人选择在境外与他国开战，并在境内与贫穷展开另一场战争。

第二个新时代30年后第三个新时代被宣称，随着道一琼斯指数达到7 000点，更新一代的经济学家再次发现了永久的高地。美国的创造性把全人类的知识存储到一个微型芯片中、克隆了山羊，可口可乐超越了水成为世界上最受欢迎的饮料。

三个新时代有一些共同的特点：

1. 强劲的经济和较弱或中等程度的通货膨胀。

2. 相信政府能够阻止，并持久地阻止衰退，会看到如下说法：

计划在出现第一个麻烦的信号时就适时地做好了启动准备，而且衰退是能够被阻止的。

——《美国新闻和世界报道》，1965.2.15

衰退看上去不再是不可阻挡的。

——《华盛顿邮报》，1996.12.2

3. 在长期的不为人知、被蔑视和被回避后，共同基金开始或重新开始流行。

4. 股票价格偏离正常的估值水平，创造了寻找为什么那些不合理的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价是合理的解释的需求。会看到如下说法：

很明显，在判断证券价格的标准上发生了根本性的变化。对公众关于股票证券价值的教育创造了新的需求。

——《展望和独立》杂志（*The Outlook & Independent Magazine*），1929.5.15.（第一个新时代）

美国已经进入了一个新的投资时代，老的指导原则不再适用。

——《巴伦周刊》，1969.2.3（第二个新时代）

华尔街顶尖的分析师正在给出建议，老的规则不再适用于判断股票市场是否高涨过度，超过了合理的水平。

——《纽约时报》，1997.2.11（第三个新时代）

5. 美国的技术秘诀和整体的光辉被广泛赞赏。

6. 只有来自前一个新时代的古怪老头还记着他们之前曾经听到过这所有的一切。

7. 前两个新时代结果都很糟。第三个的命运还悬而未决。



看空者的时事评论

当最坏的结果最终发生时，是否存在能够提供安慰和给出好的建议的鼓吹看空股票市场的评论？马克·胡尔伯特（Mark Hulbert），对出版物进行了服务跟踪，他在信箱中很少发现有持续看空的出版物。

时事评论报刊不对外公布他们的订阅数量，因此很难推断他们实际有多少读者。很多评论的生存依赖于桌上电脑的打印，这种方式使成本降低，并且对华尔街的机构而言，这种方式支持了关于他们很少从这些评论中收集想法的古怪的评论。

胡尔伯特指出，典型的评论不能被按照看空和看多来分类。多数出版者采取狡猾的方式，他们会根据不同的问题来改变他们的建议（或称之为"资产配置"）。否则的话，最终将没有什么新的东西可以成年累月地供他们高谈阔论，读者也不会因为对一成不变的菜单感到乏味而取消订阅。

自1980年关注这个自行发行的行业以来，胡尔伯特注意到了较高的退出率。1997年胡尔伯特跟踪的160份专栏评论中，只有18份和他自已的胡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔伯特金融笔记持续时间一样长(1980年启动)。这就是一个观众比大多数演出者都活得长的例子(意指这些评论持续的时间都不长。——译者注)。

在这些自1980年以来始终延续18份评论中,只有3份按时间平均计算打败了股票市场,这说明大多数评论不值得购买。正如胡尔伯特最近为美国个人投资者协会所写的一篇文章中指出,3份获胜的评论是以一种非常冒险的方式打败了市场,这些评论通常建议订阅者借钱购买股票(也就是利用杠杆),到今天他们都取得了不错的盈利,但是当市场翻转时这些战胜市场者将毫无疑问地成为巨大损失者。“通过承担过度风险来战胜市场的评论,在市场下跌时将成为首个巨大损失者。”胡尔伯特说到。

在《福布斯》一篇相关的文章中,胡尔伯特观察到,大部分的评论自1980年以来只是让它们的读者将略微超过一半的钱投资于股票,这意味着多数评论错过了大幅的收益。然而,有一些评论“通过降低风险来保持读者,同时没有导致收益率的相应减少”。胡尔伯特仅给予两个评论以很高的评价,它们无论在牛市还是熊市都带给投资者很可观的收益率。

- 《免佣金基金投资者》(*The No-Load Fund Investor*),由希尔顿·嘉可比斯(Sheldon Jacobs)自1979年以来持续地出版。他曾经是电视节目尼尔森评级的分析师,后来把注意力转移到了股票。他跟踪免佣金共同基金,推荐了很多顶尖表现的基金。
- 《价值线可转换债券概览》(*Value Line Convertibles Survey*)。在推荐股票的同时,编辑还推荐可转换债券(与标准的债券一样支付利息,并可以按预先设定的价格转换为股票)。这个评论对具有一定财富的投资者最有用,他们可以购买一定数量的可转换债券。

胡尔伯特还确定了一些杰出表现的评论,在市场向上时他们的建议可能会落后市场,但在市场向下时很好的保护了资产。

- 《FXC投资者》(*FXC Investors*)。
- 《成长股票展望》(*Growth Stock Outlook*)。
- 《封闭基金投资者指引》(*Investor's Guide to Closed-End Funds*)。
- 《拉罗格亚特别情况报告》(*LaLoggia's Special Situation Report*)。
- 《市场逻辑》(*Market Logic*)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

● **最后，吉姆·斯塔克的《共同基金顾问投资技术》(*InvesTech Mutual Fund Advisor*)得到了胡尔伯特在1995年《福布斯》的回顾中的赞誉："在市场反弹时有所滞后……但也表现出或多或少的不受市场下跌影响……《共同基金顾问投资技术》在重要的时期领先于市场——不仅是在1987年大崩盘之后，还包括在1990～1991年短暂的下跌后的及时反应。"**

《成长股票展望》是查理斯·艾蒙(Charles Allmon)的喉舌，在转让之前他一直用这个名字管理着一个共同基金。《华尔街日报》称他为"反向小鸡"。艾蒙最早在西非种植橡胶，之后作过摄影师和记者。他在20世纪50年代开始投资股票，成功的交易使他启动了一个基金。作为一个对小盘成长股具有敏锐眼光的股票筛选者，艾蒙已经看空市场至少10年了——他的基金在这10年里的大部分时间持有50%的现金，在评论中他建议读者也保持50%的现金。在这种仓位下，他的基金每年12.5%的年收益率和他持续了10年的建议是非常值得注意的。

艾蒙已经77岁，并仍在继续出版评论。目前，他建议投资者保持90%的现金，10%在股票。他曾经被称为是"停摆的熊"和"脑死亡的熊"，但他从来没有因激烈的质疑而改变他的想法。

一个流行的业余投资者的信息来源，《价值线投资概览》提供1 700只股票的日常更新信息，并对读者的资产配置提供建议。虽然看多作为一个原则，但编辑们在1997年转为看空的立场(45%～55%的股票，其余为现金)。最近，他们改变了建议，变为60%～70%的股票和30%的现金。他们最新的建议可以在《价值线》中的选择和观点一栏看到，每周更新。



观察美联储：有利可图的娱乐

资金环境——主要是利率的趋势和美联储的政策——是决定股票市场重要方向的主要因素。

——马蒂·泽维格

观察(和聆听)美联储已经成为全国性的"消遣"，并且这已经不只是对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济学家和政客而言。

美联储是服务于各银行家的银行。整个美国数以百计的银行在美联储 12 个分行下开展银行业务。就像你选择最近的花旗银行或国立银行的分行一样，这些银行在美联储分行的账户上存有现金，当他们需要额外的现金时，他们从美联储借钱。通过提高或降低这种贷款的利率，美联储可以运用银行系统影响经济。

美联储管理者是一个躲在暗处的小团体，被称为是公开市场委员会，每年会在华盛顿的希腊厅关起门开 8 次会议。记者被派遣到四处去探听消息，寻找关于他们将会做什么来帮助或伤害投资者的暗示。

美联储的现任主席，艾伦·格林斯潘在电视节目中很容易被众人认出（他秃顶）。他给国会的证词和不时的演讲内容被像敌人的密码信息一样仔细解读。他在说什么？他实际在说什么？他是那个意思么？这是一个幌子么？会有一个提前的影响么？即使是教皇或是神经病院的医生，也没有美联储主席那样仔细地选择用词。投资者数以亿计的美元正根据每一个用词的变化而运作。

你对政府制定法律和进行战争的三个权力部门有什么想法，而一个小小的美联储却可以促进或破坏整个国家的繁荣。通过分行的网络，美联储可以启动一轮牛市或是招来一轮熊市。因此，马蒂·泽维格投资的座右铭是："不要与美联储作对"。

当 1913 年美联储建立时，它给银行监管当局日常工作以一个新的目标：调控货币供应和利率，在条件保证的情况下刺激或调控经济。在现代中央银行系统（美联储现在与世界其他国家的央行地位相同）成立之前，经济自由运行，经常进入狂乱状态，繁荣变为泡沫破裂，之后再次繁荣。美联储尝试通过向银行注入或抽走资金，或者提高或降低利率来调节这些极端情况。

当美联储提高利率时，也被称为"紧缩"，银行为借款支付更多利息，这个成本必然传导给他们的客户，这会减少借款，并导致商业领域缩减他们新工厂的计划，房屋拥有者延迟购买新的住房。经济放缓，这也意味着更低的通货膨胀率和激励效果，这就是美联储在紧缩一开始时的想法。

当美联储降低利率时，也被称为"放松"，银行为借款支付更少的利息，这鼓励了借款并导致商业领域的扩张和房屋拥有者购买新的住宅。经济加速，可能会促使国家从衰退中复苏——这就是美联储在放松一开始时的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想法。

传统的智慧认为美联储单边的紧缩，正如前面提到的预先冲击，将在初始萌芽阶段就抑制通货膨胀，从而对股票持有者有益。由于相信这个结果，美联储的观察者将倾向于在预先冲击之后购买股票。这样做英明么？纽约瑞恩(Ryan)实验室的数据分析者们研究了6次这样的冲击，发现股票平均在一年以后盈利15%。这个平均数包括两次股票亏损和1986年巨大盈利之后在1987年大崩盘中被抹去。

在6次冲击中的5次之中，现金表现劣于股票(短期国债收益率为5%)，债券表现比现金更差(长期国债损失了本金，收益率仅为2%)。[1]

然而，在美联储紧缩之后，股票的受益通常是短期的。这是因为一次紧缩之后会跟着再次紧缩，就像邮递员通常要按两次门铃一样，美联储很少只紧缩一次。1994年2月14日《巴伦》周刊在兰道·福斯(Randall Forsyth)所写的一篇有意思的文章中指出这一点，“紧缩的冲击：在美联储行动之后一年的历史经验”。福斯说明需要通过多次冲击才能影响经济并使其放缓，而在这些多次的努力中，通货膨胀率失控，股票和债券被卖出。

这就是为什么在美联储首次紧缩后买入股票会短暂的获利，但很快就会遭受损失的原因。花旗银行的评论杂志《经济周刊》(*Economic Week*)的编辑研究了自第二次世界大战以来的紧缩，发现当美联储持续18个月到8年时间的紧缩时，利率将比紧缩开始时(平均)高出6.75个百分点。

自第二次世界大战到1980年以来通货膨胀率的趋势持续向上，美联储进行了多种努力来尝试保持它，很多尝试都对股票和债券市场产生了利空的影响。[2]

美联储在1962年多次紧缩，导致股票大幅下跌，那通常被归罪于肯尼迪总统对钢铁行业钢材价格和对苏联在古巴导弹危机上的摊牌。根据第一阿尔巴尼(First Albany)证券公司首席经济学家胡夫·约翰逊(Hugh Johnson)的研究，下跌的趋势出现于两次摊牌之前，在美联储开始紧缩之后。这次熊市与联储的关系，比与钢铁大王和苏联当权者的关系要密切。



〔1〕 美联储的紧缩政策通常是股票表现将超过债券的一个转折点。通常的债券持有者不能赚钱，至少在通货膨胀上升和利率上涨时不会。他们在紧缩时更加开心，当利率下降时，债券日复一日更加有价值。

债券在1958年紧缩后表现特别差。长期利率从3%上升到4.5%。1994年的初次紧缩足以导致债券市场崩溃，产生20世纪以来最大的损失。

〔2〕 整个时段，1947～1981年，对债券都是灾难：长期利率和短期利率一道上升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美联储在 20 世纪 70 年代初期美元贬值和通货膨胀爆发之后也采取紧缩政策。在 20 世纪 70 年代中期，通货膨胀再次爆发，美元又一次贬值，美联储进一步紧缩。鲍尔·福克(Paul Volcker)，咬着雪茄的美联储主席，把通货膨胀称为"头号公敌"并投身于抹去通货膨胀，即使在过程中完全扼杀了经济发展。直到 1981 年短期利率达到 20%时，他才停止行动。股票在 1973～1974 年开始表现很差，之后在剩余的几年中不知方向。

当福克在 1983 年提高利率时，他的反对者认为经济已经太虚弱，经受不了再次的紧缩，股票同期下跌了 10%。很快，福克做了改变，用放松取代了紧缩。其他国家也开始这么做，降低短期利率来努力使缓慢的世界经济恢复活力，股票反弹，但是当福克的放松带来通胀的抬头时，他在 1987 年春天果断地紧缩，他在美联储的继任者，艾伦·格林斯潘，为了好的数据再次进行紧缩。结果是 10 月的大崩盘，市场在一系列紧缩政策后又一次连串下跌。

6 个月以后，格林斯潘经过调研后发现没有证据显示目前的政策会导致另一次大萧条，他再次采取紧缩政策，并一直持续紧缩到 1989 年。随着通货膨胀率被打败、利率下跌，股票和债券反弹，并一直持续到今天(中间偶尔有所打断)。

马蒂·泽维格指出美联储第二次紧缩比首次紧缩对股票的损害要大。他回溯历史记录到 1928 年，发现美联储第二次紧缩是股市将遇到麻烦的信号。鲍尔·沃伯格(Paul Warburg)，当时的美联储领导，对非理性的繁荣发出了自己的警告，美联储当时已经对此采取了一些行动(这与格林斯潘 1996 年对非理性繁荣的警告不同，当时美联储还没有采取任何行动。是美联储的措施而非言论，影响了牛市和熊市)。

1931 年 10 月，美联储第二次紧缩后，道－琼斯指数在 9 个月中下跌了 60%。1969 年、1973 年和 1980 年的第二次紧缩后，都导致了熊市。1948 年、1955 年、1958 年和 1977 年，第二次紧缩产生了延后的下跌或一般的表现。1964 年 11 月和 1988 年 8 月的第二次紧缩冲击是例外情况，他们根本没有伤害股票市场。

通常，在第二次紧缩后需要 18 个月的时间股市开始朝相反方向反应，通常价格在中间会上升。第二次紧缩作为一个短期时机选指标不是非常有用，但是它们会导致更低的股票价格。在任何一次中，泽维格的研究表明，当美联储紧缩时买入股票的风险更大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在另一方面，当美联储采取宽松的政策时，回报要超过风险。通过降低短期利率，美联储使得股票更加具有吸引力，并给投资者以相信经济将走出停滞的理由，这使得股票的吸引力加倍。同时，当美联储通过银行系统向经济体系注入资金时，银行家会用这些资金购买股票。这给了股价第三重推力。

那么在美联储采取宽松的政策，短期利率下降 20%后，股票价格壮观的上涨就不足为奇了：一年上涨 29.3%。那些按照泽维格的座右铭——“不要与美联储作对”实践的美联储观察者们，将在美联储紧缩时减少股票投资，在美联储放松时买入股票。

除了美联储对利率的紧缩和放松，政府还可以通过印钞机来调控经济，尽管这种创造资金的方法已经过时。今天，当政府想要增加经济系统的货币量时，只要简单地从作为国债交易商的众多商业银行之一买入国债即可。政府通过在这家银行在美联储分行的账户上借记数百万乃至上十亿的美元，为这些债券“支付”资金。通过计算机键盘上的几次敲击，银行投资组合中的债券变成政府的财产，银行重新拥有一笔资金用于放贷。这是一笔真实的资金，尽管它没有出现在任何地方。

10 年以前，资金供应观察和美联储观察同样流行，M1、M2 或 M3 以及各种类型的货币量的最新数据是每天新闻的热点。像 1985 年和 1986 年所发生的那样，货币供应量的突然上涨是更高的通货膨胀和更低股价的先兆，因为美联储观察者们预期美联储将通过提高利率与初始的通货膨胀作斗争。

政府一个部门的工作与另一个部门相互矛盾是非常有意思的情景，比如，美联储采取措施减弱因财政部增加货币供应量带来的影响，或者因白宫增加政府支出所带来的损害。有时候，在美联储对银行采取紧缩控制的同时，白宫正在对预算控制采取宽松措施。

马蒂·泽维格对最宽泛定义的货币供应量，即通常所说的 M3 进行了持续的观察，注意到 1997 年 3 月一次有潜在危险的上升。“近年来，美联储没有非常关注货币供应量，”泽维格告诉他的订阅者，“但是如果（货币供应量）上升足够多，将会引发通货膨胀，并促使美联储采取紧缩政策。”他检验了 1959 年以来的数据，发现当 M3 每年增长少于 10%时，股票上涨 10.3%，当 M3 上涨超过 10%或更多时，股票基本不上涨。

尽管不是所有的经济学家都同意快速增加的货币供应量会导致通胀，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服Q/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济学家米尔顿·弗里德曼(Milton Friedman)和安娜·斯科维兹(Anna Schwartz)还是在数年前建立了两者之间长期成立的联系。

不吉利的封面

1996年中期,马蒂·泽维格在办公室中穿着一件圆领衫,像往常一样看上去很焦虑。他当时的担忧是《时代》杂志的封面,上面是富达基金的领导人奈德·约翰逊(Ned Johnson)正在用手转动地球,似乎奈德拥有整个世界。这个封面与唐纳德·特拉姆(Donald Trump)的第二本书《在顶部生存》(*Surviving at the Top*)的封面相似,在那本书的封面上特拉姆在手中旋转一个大苹果,好像他拥有整个纽约。那本书正是在特拉姆欠了银行很多钱的时候出版的,当特拉姆在曼哈顿书店签售那本书时,编辑们正在排队为他的催款单服务,据报道他的净资产为负值。

在这段时间中,泽维格说道,奈德·约翰逊出现在封面上对共同基金和股票在通常情况下是一个坏兆头。这使他想起(每件事总是使马蒂想起其他事情)有一期《时代》杂志的封面是一个叫做MIT的共同基金的特写,现在这家公司叫做马斯金融(Mass Financial)或MFS。这篇“闪亮的8页纸的文章”在1959年6月出现,之后MFS的股票就一蹶不振并最终倒闭。

泽维格对于约翰逊作为时代杂志的封面人物的看法是正确的。富达出现在封面之后,是连续数月的富达基金的清算,被抛弃和来自对公司业绩不良表现失去耐心的愤怒的基金持有人的批评。富达是一家未上市公司,否则泽维格可以卖空它。

在对封面的观察中,泽维格对金融杂志视而不见,他认为那些金融杂志不值一提,他更关注那些包含了微妙的看空或看多信息的大众欢迎的杂志封面。更经常发生的是,那意味着相反的情况将要出现。

像其他许多指标一样,杂志封面是一个反向指标。封面上的一只熊对股票而言是利多,反之一头牛是利空。泽维格和他在莱格·梅森·伍德·沃克(Legg Mason Wood Walker)的同僚鲍尔·蒙特格玛丽(Paul Montgomery)研究了大量的《时代》杂志和《新闻周刊》,发现在通常情况下,在封面上得到推崇的公司或股票之后都会碰到问题。

泽维格记得,艾瓦·克拉格(Ivar Kreuger),安德鲁·卡耐基(Andrew

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Carnegie)的竞争对手，是如何在1929年大崩盘后一周登上了《时代》杂志的封面；控股公司大亨萨摩尔·英萨尔(Samuel Insull)在大崩溃之前一周登上封面。大崩盘在这两期看多的金融封面之间发生。

泽维格还记得，《新闻周刊》封面反映住宅市场的下跌——一个颠倒的房子——出现在房地产市场复苏之前。1994年4月《时代》杂志的一期封面题为"吸烟者的终结?"，上面是一个可怜的吸烟者被14支枪指着脑袋。一年以后，飞利浦·莫瑞斯(Philip Morris，烟草商)股票价格上涨了67%，到1997年涨了3倍。在《时代》杂志1994年"GM能够幸存么?"的封面之后，通用汽车的股票在数月中上涨50%，而后来的封面"底特律换入高速挡"之后，通用汽车的股价下跌了50%。

泽维格最喜欢的《时代》封面是1992年1月13日的那期。一个人在街上卖苹果，标题是"会坏到什么程度?"——反映的是在那期封面之后很快就结束的衰退。通常情况下，泽维格认为，封面的不吉利预言在一个月或两个月后开始生效。泽维格还发现以下情况：

- 《奇普林格》(*Kiplinger*)杂志在1996年7月的封面上放了一头牛，市场翻转下跌。
- 在1996年7月底以"神经过敏"为封面标题的一期看空的《商业周刊》出版后，市场恢复。
- 1995年7月15日的《美国新闻和世界报道》封面题为"撤出的时机"，这是一个很好的买入信号。
- 1996年5月11日，《商业周刊》封面"经济学的焦虑"，是未来好时机的确切信号。

泽维格的封面观察伙伴，鲍尔·蒙特格玛丽说他经常根据他在报摊上看到的信息调整他的投资组合，一个有说服力的封面可能导致他对持有头寸的40%进行交易。他一度曾经认为封面观察作为一种指标已经过度流行，不再有很大的用处，但是后来发现人们即使认识到了这一点也只是把这当成一种趣闻，"这就是它还有效的原因"。

泽维格说到，时代杂志是他最喜欢的研究工具，例如那期题为"通用能否生存?"的封面，当那个封面出现时，每一个曾经考虑卖出的人都会卖出。最后一个卖出者抛弃通用后，这只股票就可以买入了。

如果市场下跌2 000点，人们卖出他们的共同基金，我们会看到这样



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的封面“共同基金是如何在利好的情形下扼杀了股市的”，一个多么好的买入信号啊。

1997 年《读者文摘》(*Reader's Digest*)的封面是一个非常好的卖出信号。头条是“如何赚取 100 万”。文章阐述“每个人都有在美国致富的机会”。它与 1929 年 8 月《女士之家》(*Ladies' Home Journal*)杂志的封面故事惊人地雷同，题目是“每个人都应富有”，文章中作者约翰·嘉可毕·拉斯科比(John Jacob Raskob)解释了如何使人们每个月投资 15 美元于股市来致富，根据近来的表现，拉斯科比计划资金在未来 20 年能够每年复合增长 24%。这听上去很熟悉么？事实上，泽维格提醒到，在过去 20 年股票每年的收益率为 2%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章　最终，是熊市的世界

总有熊市在某个地方



看空国外的好处对艾德·伯兹安(Ed Bozaan)而言非常明显，他是华尔街的一个暴发户，通过在秘鲁闪光路线上的赌博赢得了纽约一所豪华公寓。1991 年，游客们都回避利马(Lima)，因为军国主义组织控制了国家，伯兹安旅行到那里，挑选了秘鲁最好的企业的股票，对此他称之为“像垃圾一样置于组合之外”。他以垃圾的价格购买了有代表性的一组股票，把它们放在自己的投资组合中，直到闪光路线得到纠正。4 年中，他的盈利达到1 000%。他应该感谢安第斯革命(Andean revolutionaries)让他有机会播种资本，并给了他曼哈顿上区的令人惬意的景观视野。

伯兹安在秘鲁的碰巧成功使他意识到其他可投资的机会，存在于那些面临全民动乱、皇宫起义、部长丑闻或财政混乱的国家。他回顾了 60 个新兴的熊市市场的 20 年历史，其中股票价格下跌至少 40%。在 12 个月中有 70%～80%的概率会发生反弹，在 18 个月中有 100%几率发生反弹。值得注意的例子如帕潘德拉管制规则(repressive rule of papandreau)后的希腊，一旦外国的投资者带着资金返回，他们将被拖出恐惧和厌恶。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如前面提到的，在顶部进入市场，承受了50%市场下跌的投资者在100%的反弹中不会盈利，他仅仅达到了盈亏平衡。伯兹安努力避免这个结果，他通常在他称之为"危机/价值区"的点位进入这些市场，那时市场损失已经超过50%。他不希望抄到底部，并且他一次在多个崩盘的市场分散投入资金。每年都有新的机会，墨西哥、阿根廷、土耳其、匈牙利、俄罗斯和委内瑞拉在1995年都下跌超过50%，到1997年产生了100%～700%的盈利。1997年，一些亚洲最好的公司随着孟加拉国（下跌了85%）一起被扔到了垃圾堆中。伯兹安回忆道"个人投资者在大街上抗议示威，我们今天正在看到的危机——马来西亚、斯里兰卡、泰国——可能在1998年和1999年带来非常高的收益率。

最后，伯兹安成立了全球稳定和恢复基金，他也称之为全球动荡和痛苦机会基金。这个初始投机基金（自1996年起运作）的最低投资额为25万美元。乔治·索罗斯投入了最少的一份，整个基金（1997年后期价值为2 000万美元）对索罗斯而言都是很小的一份。

其他文化可能比我们的文化更容易接受熊市的思维。在拉丁美洲，艺术和文学中充满宿命论。墨西哥人在纪念死去的人的这一天（dia del difunto），会穿上带有骨架的服装和饮用紫色的潘趣酒（purple punch）来进行纪念。经典的小说《百年孤独》把生活比喻为一个命运的轮子，转到上面的总归还会到转到下面。还有比这个更好的形容来领会经济周期概念么？

看空的前面会有无限延伸的地平线。对每个"满月"的国家，有另一个"弯月"的国家。在新兴市场，"满月"和"弯月"同时发生。例如，在1997年的前9个月中，俄罗斯的股票和土耳其、巴西的股票一样是"满月"，获得巨大盈利，而同期，泰国、菲律宾和印度尼西亚则是"弯月"。

俄罗斯经历整个牛市，三个亚洲的输家经历了用美国的术语所说的20世纪第二大的熊市——所有一切都发生在一颗种子长成西红柿的时间中。在过去的10年中，美国的投资者资金翻了3倍；日本市场的投资者只有原来的2/3。把世界上的交易所描述为是"关联的、全球市场"是种时尚，但结果却是非常的没有关联，这为全球投机者创造了机会。

股票交易所在全球超过60个国家开张运行。在20世纪80年代早期，只有几个新兴市场准备接纳外国投资者，但今天，超过30个市场有境外运行的模式。一个敌对的看空市场者或者一个股票选择专家可以不断地找到具有上涨潜力的危机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自由市场离自由还很遥远，因为一旦你投入，政府对于结果有很大的发言权。好的企业的股票会在很多年中被拖累，当这些企业碰巧处于一个国家，这个国家的政府过度支出（如土耳其或今天的泰国）、错误地应对金融危机（日本、韩国、马来西亚）、对自由贸易和自由的资本进出关门，过度税收、限制外国投资或在错误的方向上调节利率。认为政府与企业或股票市场的基本健康没有关系的说法，与猫耳洞中战士生命的期望值与司令部制定的计划没有关系的说法是一样的。

要感谢现代金融工程，如果你不喜欢罗马人的做法，你可以卖空意大利基金。如果你不幸碰到了傲慢的巴黎人，你可以卖空法国。有多种机会来在世界版图上持有多头或空头：境内交易所上市的境外股票、国家基金、地区基金，有外国背景的指数基金，还有所谓的全球权益基准股份（World Equity Benchmark Shares，WEBS）。

很多国家基金是封闭型的。与通常的共同基金不同之处是它们类似个股一样在股票交易所交易。封闭型基金是投资全球的非常好的方式。某些基金专注于一个国家（如土耳其基金、韩国基金等）；另一些是地区性的（例如亚太基金、拉美发现基金）。国家基金通常按投资组合所持股票的净值以非常大的折扣卖出，当这个折扣逐渐缩小或消失时会给有耐心的投资者额外的红包。

从全球不幸中获利的一个方法是卖空一个国家基金或外国股票——也就是说，赌他们会跌。但是卖空最好留给受虐狂（详细的解释见第七章胜利大逃亡）。一个更加有希望的策略是买入那些已经经历灾难的国家的国家基金。

第三世界国家的市场（一些是新兴市场，一些是成熟市场）比美国和西欧国家的市场的波动性要大很多。第三世界的资本主义与 19 世纪的美国资本主义比较类似：经济从繁荣到爆发；对外国投资者的严重负债，这导致繁荣背后不稳定的基础；政府腐败；不完整且不可靠的财务报表；合法的内幕交易；证监会软弱的监管，缺乏权威和进取心的监管后台、交易前台和交易所。

20 世纪后半叶美国熊市的损害与境外惨淡的下跌相比算不了什么：前面提到秘鲁、墨西哥股票在 1978～1981 年的 30 个月中下跌了 73%；中国台湾地区在 1990 年的 12 个月中下跌了 80%；日本在 54 个月中下跌了 63%。道一琼斯工业指数在 66 年中从来没有下跌过 50%，但在一个新兴



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场的熊市中，损失一半并未必会让你靠近底部区域。在 1974 年中国香港的熊市中，如果你在下跌了 80%的时候买入，还是早了 12%，最后的损失是 92%！

最近，投资者们被教育"在下跌时买入"，但在境外买入下跌的股票是一项极限运动。一些下跌的股票是巨型的山洞，大量的财富消失于其中。不走运的投资者即使在已经损失一半的点位买入一个国家基金，还是有可能损失你一半的资金。但这就是灾难成为机会的地方，国家不会离开商业社会，迟早他们会解决自己的问题，他们的市场会进入下一轮增长。

如果你能够容忍 600 英尺长渔线的海底钓鱼，那么在第三世界下跌时买入可能是一个取胜策略。考虑一下这个案例：如果可怕的时机选择让你在 1974 年熊市前的顶部买入中国香港，在过程中损失 92%，你坚持持有中国香港，到 1987 年你就赶上了道一琼斯指数。

市场并不总是按照时间周期反弹。日本就不是，这使得日本成为一个有用的警示故事。在 20 世纪 80 年代末期，任何一个读报纸的美国人都相信日本正在接管全世界，日本人买下了洛克菲勒中心（Rockefller Center）、好莱坞电影公司和派博海滩高尔夫球课程（Pebble Beach Golf Course）。我们的消费者从他们那里买一切东西，他们的消费者不从我们这里买任何东西。他们的小轿车堆满了我们的公路，我们吃他们的野生鱼。他们为我们生产录像机，我们的资金跨过太平洋，登陆到日本银行。因而日元升值，美元贬值。

很多书写到日本是如何输掉这场战争但赢得了和平。在 1987 年夏天，我们的道一琼斯指数成弓形，日经指数则呈竖立状；两个国家朝不同的方向前进。我们的经济更加懒惰、阴暗、没有效率；他们的经济更加整洁、有效、具有合作性。我们的经济学家，博学者和政客会问：为什么美国不能更像日本？

日经指数保持其愉快的涨势，从 25 000 点上涨到39 000点。随着日本的股票进入一个没有依据的价格区间，美国一小部分持怀疑态度的人指出日本泡沫正在形成。到处都是预警信号——利率上升、日元贬值、广泛的腐败导致大藏省的部长辞职——但它们普遍被忽视。怀疑论者被大批的狂热者的叫嚣所淹没，狂热者们宣称日本人在投资上有不同的文化，可能是基因导致他们在 50、60 甚至是 100 倍盈利的水平购买股票而无所畏惧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与美国人用信用卡挥霍不同，日本人不都是很投入的储蓄者和投资者么？他们不是购买了数以万亿日元计的当地的共同基金么？

难道不是他们的爱国主义责任心使他们购买并永久地持有股票么？难道政府、银行、制造业和股票市场不是在共同努力工作，保护投资者免受损失，消除下跌风险么？难道日本没有通过使得卖空成为不合法和/或不可能来证明它永久的牛市么？总而言之，难道日本公司没有废除市场的规律并达到一个永久的繁荣的高地么？

以上所有问题的答案都是"是"，或者至少看上去是，直到1990年萨达姆·侯赛因刺破了日本泡沫(因为完全地依赖于外国的原油，对于任何石油管线的中断，日本都特别脆弱)。"劣等"的美国市场在经历了一个温和的熊市之后重新恢复活力；同时，日本的投资者把一些日本股票从组合中剔除。不会下跌的日经指数从39 000点跌到14 000点，更广范围的市场下跌更多。

因此市场的规律最终没有被废除，永久繁荣的高地被亏损的赤字所淹没。日本人只在他们遭受损失前是长期投资者，当成为遭受损失的投资者后，他们会一起退出市场，像卖出个股一样地卖出他们的共同基金；在被过度吹捧的日本共同基金行业，十分之九的资产因为损失或赎回而消失。政府、银行、制造业和股票交易所的官员们不能使任何人免于损失，包括他们自己。

邮政储蓄系统在顶点附近宣布，他们正在把雇员的储蓄投入到东京基金(共同基金)中，这在日本历史上是第一次。即使是1万亿日元投入到股票市场中，也没能在卖出狂潮中对股价起到支撑作用。

日经指数的熊市使国家陷入严重的衰退中。这个20世纪80年代世界上最富有的国家被企业、购房者和政府的债务推向死亡。直到1997年，日本经济是如此的停滞，即使是1%的利率也不能使它重获活力。

因日本下跌感到意外的资产管理大亨们对于其经济7年都没有恢复感到同样吃惊。彼得·林奇曾经说过大企业比小企业要花更多的时间转变——对于一个更大的国家而言是否要花更长的时间？在小的新兴市场中，恢复可能会更快。

墨西哥就是一个很好的例子，展示了整个市场是如何从不可能输钱变为不可能赢钱并再次变为不可能输钱的全过程。在1994年，墨西哥被鼓吹为小型经济体的亲密伴侣、拉丁美洲的经济奇迹和跨国资本产生奇迹的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

鲜活例证。美国经纪公司中的鼓吹者们预测在即将到来的选举过后，墨西哥的股票将上涨更多。然而，墨西哥的股价从 1994 年中期一直下跌到 1995 年 10 月。

墨西哥基金，作为很受欢迎的在美国注册的墨西哥共同基金之一，经历了巨大的调整，在 6 个月中从 39.5 美元下跌到 10.75 美元，类似于在一个看不懂且没有盈利的生物科技公司上得到的结果。

突然之间，你再也读不到"墨西哥经济奇迹"之类的报道。你将会读到"淹没的市场、充满空谈、贿赂严重"；比索将会碰到货币危机并且冲击将被放大，腐败危机正在发生、全民的动乱、高失业率、破产的银行以及没有改进的希望。游戏已经结束，墨西哥就是终点，你会预期墨西哥将凋零并离开整个大陆架。

然而，来自美国 500 亿美元的拯救资金成为一个很强的信号，表明负担沉重的金融业不能让墨西哥停止运行。尽管当时美国的经纪公司即使不是在建议立刻抛弃墨西哥股票，也仍然是在建议持谨慎态度，但是墨西哥基金的购买者在 18 个月中投入的资金获得翻番的收益。

新兴市场的熊市投资与国内市场的熊市投资很类似，而且更加符合规律。当坏消息满天飞、专家对于这个领域没有任何好消息可说时，你必须认购基金，虽然在那里有如此大的令人不快的压力，你可能不想去那里。保存 6 个月以前的文章通常很有帮助，就在当时同样的经济学家正在给经济监管当局以完全相反的观点。

"道一琼斯之狗"：投资者通过在每一年末购买道一琼斯中表现落后的股票，持有到下一年，并重复这一过程，在超过 10 年的时间当中表现竟然超越平均水平。在新兴市场中的"狗类"投资结果如何？

这里，你将买入在一定时间框架中表现最差的国家基金——或者指数基金（称为 WEBS），并在下一段时间中持有。在 1994～1996 年的拉丁美洲有很多机会出现。例如，阿根廷的股票，下跌 87%（按照美元计算），在 1995 年 3 月达到底部，一年以后，价格翻倍；2 年以后，价格几乎达到 3 倍。同样的故事发生在哥伦比亚和巴西，在 1995 年早期下跌 59%之后，股价难以置信地上涨了 5 倍（这些数据来自于国际集团（AIG）数据库）。

1989～1992 年之间，韩国、印度尼西亚和泰国的股票经历了与 1997 年卖出潮相类似的熊市，到 1994 年年中时印度尼西亚基金和韩国基金翻了 3 倍，然而这种从绝望的情形中快速恢复的情形在后续媒体的封面中被忽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

略了。

这本书写到这里的时候，亚洲市场的熊（大概是熊猫）正在这一地区的股票市场横行。痛苦传递到了欧洲、拉丁美洲和美国，道一琼斯指数在一段开盘中下跌了554点，是道一琼斯有史以来的一个纪录。股价随着币值的下跌而下跌，重复着1994年的墨西哥危机，当时墨西哥比索不能跟上美元的步伐。在亚洲版本中，泰国铢、马来西亚林吉特、印度尼西亚卢比、韩国元和中国香港的港币都无法保持对美元的汇率。

亚洲的熊市来到了，正像墨西哥那次一样，当时经纪公司和金融媒体的拉拉队长们狂热地鼓吹亚洲经济奇迹：高增长率、每一个领域的博士、不知疲劳的工人、对未来的积极储蓄、自然产生的资本家、崭新漂亮的酒店、摩天大楼和工业园区、不可能损失的股票市场。像日本10年前发生的那样，亚洲奇迹一夜之后成为亚洲崩溃：增长率放缓到基本停滞、沮丧的工人、搞笑的货币、造假的盈利、政府官员的索贿和腐败、空荡荡的酒店、烂尾的高楼、被抛弃的工业园区、无法盈利的股票市场。

墨西哥很快得到它的拯救资金，因此很明显美国不会让他的邻居被遗弃。在亚洲没有这样无条件的担保者——至少不是立刻就有。1997年8月一笔援助贷款由国际货币基金组织支付给泰国，但是对韩国的援助在其股票市场因货币贬值而下跌数个星期后仍然存有疑虑。

应该记住的是，任何时候你投机于外国股票市场，通过共同基金或其他途径，你也在进行货币投机。这就是为什么1997年的亚洲对美国投资者而言如此不利——亚洲股票市场经历熊市，马来西亚林吉特、泰铢、韩元也在经历熊市。泰铢相对美元下跌了70%，这意味着即使泰国股票价格保持不变，美国的投资者也将损失这么大比例的钱，而且泰国股票价格当然没有保持不变。

汇率损失和股票损失的双重危险对便宜货投机者而言是一种背叛。1997年12月初，国际货币基金组织宣布对韩国进行援助，有人可能会认为这是投资于世界第11大经济体的一个完美的时机。但在一个短暂的欺骗性的反弹后，韩国股票市场再次下跌了50%，因此你可以是谨慎的，等待一个低的价格和关于拯救的消息，但仍会看到你的投资在2个星期中被抹去了一半。

任何人都在猜测亚洲的底部在哪里，但如果惯例依然保持，某一天整个事件将被作为一个伟大的熊市买入机会而被记住。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球对冲

1997 年夏天，吉姆·格兰特，作为《格兰特利率观察家》的编辑，对利率的密切观察者和对美国股市的看空者，开始宣传韩国股票可以作为对过高估值的国内股票的替代品。在公布了更便宜因此也更安全的韩国股票名单之后，韩国开始了它的熊市。按照格兰特的建议逃离美国熊市的投资者又被笼罩在东方变种的熊掌之中。

格兰特不是唯一思考境外投资是对境内熊市的一种可能的对冲方法的人。很多资产管理者和策略师，对美国股票的高价感到恐怖，已经在拉丁美洲、中欧、非洲和亚洲的股票交易所中寻找安全的天堂。

埃里克·弗莱(Erik Fry)是这类对冲寻找者中的一员。他为豪尔国际(Holl International)，旧金山的一家公司工作。在 1995 年早期，大量数据使得他相信美国的股票已经高估时，弗莱在全球范围内寻找“与华尔街低相关性”的市场。沿着这个思路，他进行了一个半开玩笑的研究：英特尔，一个流行的美国高科技公司并为很多国内投资组合所喜欢持有；印度，很多国内投资组合中都没有的一个不受欢迎的投资对象。它确实出现在俄亥俄投资俱乐部的组合中，但那是因为在想要买入英特尔时错误地买入了印度基金。

印度和英特尔的不同和相同之处

- 印度生产茶叶，英特尔制造芯片。
- 印度人在印度河谷工作，英特尔在硅谷运营。
- 印度有神庙，英特尔有数字存储芯片。
- 印度提供卓越的精神体验，英特尔提供卓越的财富体验。
- 英特尔是相当贵的股票，不在孟买股票交易所交易，印度股票很便宜，不在纳斯达克交易。

把玩笑放在一边，弗莱看到英特尔或许多其他高估的美国公司中没有机会，而在印度有很多便宜的股票，他认为这些股票有着“与标准普尔 500 指数完美的不相关性”。印度在 1997 年是便宜的，1992 年时按照 35 倍市盈率卖出的股票被砸低到 10 倍市盈率，只有同类美国股票一半的价格。换句话说，弗莱从印度公司那里能得到从道—琼斯中能得到的两倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你感兴趣，在纽约证券交易所可以购买印度市场，那里有 3 个印度国家基金挂牌：印度基金(IFN)、印度增长基金(IGF)和摩根·斯坦利印度基金(IIF)。很多地区性的和全球基金在组合中持有印度股票，一些印度公司的股票也在纽约证券交易所交易。

印度在 1997 年有很多便宜的股票不是其符合弗莱完美全球对冲概念的唯一原因。印度有着"增长的国内流动性"，意味着能够容易地从中央银行获得信用，利率正处于下降之中。"不要与当地'美联储'作对，"弗莱说道，模仿马蒂·泽维格。他还注意到印度在外国资金上的独立性，多数企业行为是由本地资金提供融资，因此，印度不会听到外国人撤出资金时的巨大吞噬声。

史蒂芬·保罗兹(Stephen Poloz)，一家名为 BCA 的加拿大研究公司的英明指路者，选择日本和意大利作为基本的低相关性候选对象，因为它们的市场是"本地驱动"的。詹姆斯·里伯拉(James Libera)，《封闭型国家基金报告》(*Closed-End Country Fund Report*)的编辑，寻找那些货币不与美元挂钩的国家，这就排除了中国香港和多数拉美国家。

SBS 沃尔伯格(SBS Warburg)的策略师已经选定韩国、中国台湾、南非、泰国和日本等国家和地区作为可以很好对冲美国下跌的市场。在选择这 5 个市场时，沃尔伯格公司做了 3 个假设：(1)有很多来自美国的投资的市场在危机中将像美国市场一样(这排除了欧洲、墨西哥和多数南美国家)；(2)依赖于美元盈利的市场将受到美国危机的不利影响(这排除了中国香港和新加坡)；(3)房地产行业是主要因素的市场(再次是中国香港和新加坡)将在美国利率上涨时受到冲击。

在对非相关性的搜索中，伦敦罗伯特·弗莱明(Robert Fleming)证券公司的员工认为中国香港、墨西哥、波兰和委内瑞拉是"华尔街实质上的卫星"，从而否决了这些市场，他们只找到 5 个对冲市场作为推荐：博茨瓦纳、加纳、毛里求斯、斯洛伐克和印度。华尔街会否努力进入前 4 个市场是值得怀疑的，只有印度市场还足够大，能够容纳大量的机构买入。

因此，当下一次美国熊市来临时，弗莱的资金可能会躲在孟买，沃尔伯格的资金躲在汉城和约翰内斯堡，保罗兹的资金在罗马和东京，弗莱明的资金在孟买。其他人希望东欧和俄罗斯市场将沿着自己的路前进，并且希望无论发生什么埃及和土耳其都将走自己的路。

印度的股票市场已经存在 100 年，其他作为美国市场不相关的潜在候



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选对象在金融领域相比较而言都是新秀。多数第三世界的股票市场都起步于 20 世纪 80 年代，并在美国市场没有大起大落的一段时间中发展，在美国重大下跌的 1973～1974 年或 1981 年时它们还不存在，除了 1987 年的大崩盘和 1990 年温和的熊市以及大量小幅的下跌或"调整"，这些市场还没有足够的历史可供研究。

除非美国经历了很多人预期的熊市，没有办法实际检验外国股票市场对冲的理论。近期远东市场的崩盘证明了一件事：印度没有受影响，因此印度与亚洲市场是不相关的，而吉姆·格兰特假设亚洲市场与美国市场是不相关的。两个不相关性是否构成了一个相关性，这还是一个未知数。

对自 1964 年以来的市场调整的研究显示了一个有趣的模式。说英语的市场——加拿大、澳大利亚、英国和美国——步调一致，日本和意大利通常各行其是。在 1987 年的大崩盘中，加拿大、德国、瑞士、法国、意大利、英国和瑞典的损失与华尔街的损失相当，澳大利亚损失甚至更多，只有日本避开了不幸，只经历了小幅的下跌。在 1987 年夏天离开美国股票市场逃到东京市场是非常有利可图的，但好处是暂时的，任何通过把资金留在东京来对冲在美国的投资的投资者，从那时到现在已经为非相关性支付了代价。

一个世纪以前，当时伦敦是主要的股票交易所，寻找不相关性的英国投资者认为他们可能会在美国这个新兴市场中找到它，他们没有。英国人拥有美国股票和债券的 40%，存在经常性的同步昏厥。在最近一次伦敦的熊市传递到美国后，"伦敦股票下跌，美国股票同步下跌。"是常见的重复语。伦敦人会卖出美国股票来筹集资金，支持他们下跌中的伦敦持仓。他们在 1899～1902 年的波尔战争(Boer War)熊市，特别是在被称为黑色一周的恐慌下跌中就是这么做的。

很多年来，美国的投资者一直听到"我们生活在一个全球性的经济中，世界的命运从今以后是紧密相连的"这样的声音，但是，1997 年下半年亚洲爆发危机的时候，论调发生了变化，专家们说亚洲问题对美国企业的盈利能力的影响可以忽略。哪种说法是正确的？我们是否处在一个全球性的经济中，我们将找出答案。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章　抵御熊市的投资组合

巨大的熊



假设你已经决定完全投资于股票或股票型共同基金，即使是处于熊市的不同阶段时，在表现较好的股票类型之间转换仍然会有所回报。自1995年看空市场以来，来自明尼阿波利斯市(Minneapolis)的莱瑟尔德投资集团(Leuthold investment Group)在这段时间中研究哪些行业表现较好，哪些较差。以下是莱瑟尔德给出的9个"防御性行业选择"，它们在之前的11次市场下跌中表现较好：

1. 软饮料。11次熊市中软饮料行业有4次或者持平或者价格上涨。另外有5次损失比平均水平要少很多。只有一次(1973～1974年)，它们的损失超过平均水平。

2. 制药业。11次熊市中制药企业有3次价格上涨。另外有4次损失远低于平均水平。只有两次(1962年和1976～1978年)制药企业的损失超过平均水平。

3. 食品供给行业。11次熊市中食品企业有3次价格上涨。另外有4次损失远低于平均水平，还有3次的损失较平均水平也要少。

4. 大型原油业。原油企业在一次熊市中价格上涨。另有5次损失远

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低于平均水平。

5. 家用品制造业。在4次熊市中，制造家用小商品或其他家用品的公司价格上涨，或者基本持平。另有3次损失远低于平均水平。

6. 电话业。在3次熊市中电话公司价格上涨。另有8次损失低于平均水平。电话业在11次下跌中的每一次表现都超越了平均水平。

7. 烟草业。在6次熊市中烟草公司的价格上涨，排在第7次时仅损失了1%。它们最差的表现是在1962年，当时下跌了43%。在1987年大崩盘中它们的表现与标准普尔500指数相符合。

8. 电力行业。在5次熊市中电力公司的价格上涨或基本持平。

9. 黄金业。在4次熊市中北美洲的黄金开采股票价格上涨。出现过两次令人印象深刻的表现：1973～1974年上涨174%，1976～1978年上涨36%。在另外3次熊市中，黄金开采股票损失远低于平均水平；在1980～1982年和1983～1984年，它们损失的较多。“稳定并上涨的金价使黄金业成为有效的防御性行业。”莱瑟尔德说。

那些从卷烟、电力、原油、食品、医药、软饮料、电话和家用品中盈利的企业在衰退时或熊市中都具有一个关键的保护性优势。人们即使在缺少现金的时候，仍要继续抽烟、吃饭、开车、喝咖啡、吃药、使用工具和打电话。他们将推迟购买汽车、住房和耐用消费品，这是为什么汽车制造商、住房开发商和一些零售商会在衰退中受害的原因。

意识到这些事实，投资者就不会像卖出在衰退中容易受到伤害的股票那样卖出衰退抵御性股票。因为持有者预期盈利将持续增长，这些防御性股票的价格将保持得相当好。

莱瑟尔德提到在两种情况下，他所说的防御性行业在华尔街的卖出潮中仅能提供最少的保护甚至不能提供保护。第一种情况是当崩盘带来快速且不分青红皂白地卖出时，1987年的大崩盘中，前面提及的9个行业中的5个下跌了20%或者更多，只有电话公司和电力公司设法保持它们的损失在10%左右。

第二种情况是防御型股票在进入熊市时被高估了。莱瑟尔德说今天就是这种情况，基本的防御型股票如可口可乐正在以很漂亮的35倍市盈率买卖。按照这种奇异的价格，即使是衰退抵御型企业在华尔街卖出时也不能避免大幅的下跌。下一次熊市时，莱瑟尔德怀疑制药、食品和家用品制造等行业是否能够提供很多的保护。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

莱瑟尔德偏爱公用事业，因为它们的分红始终相当高。公用事业企业大笔的负债和对投入资本的巨大需求使得它们在利率上升时没有什么吸引力（如 1994 年）。但在衰退时，它们具有低风险的表现。莱瑟尔德还认为房地产投资信托、保险公司、能源和天然气公司将在下一次熊市中避开较大的损失。

山姆·斯托弗（Sam Stovall），标准普尔月度评论的编辑和《行业投资》（*Sector Investing*）的作者，完成了自 1946 年以来下跌市场中各种行业表现的研究。斯托弗像莱瑟尔德一样，做出的结论认为没有一个行业能够免除下跌，但是有些行业下跌少于其他行业。以下是自 1946 年以来 11 次市场下跌中，他对表现超过标准普尔 500 指数的行业所列出的清单（见表 2）：

表 2　　熊市中表现超过标准普尔 500 指数的一些行业数据

行业	每次下跌中的平均跌幅（%）	超越标普 500 指数的次数
容器（金属和玻璃）	−15	11
电力公用事业	−11	10
家用品生产	−13	10
烟草	−11	9
食品	−14	8

斯托弗列出的优异表现行业基本与莱瑟尔德相同，只有一个值得注意的例外：容器！制造罐头盒和瓶子的公司在每次衰退中都击败了熊市。什么原因？无论吃的还是喝的，从罗宋汤到啤酒都是要装入罐头或瓶子来销售的。只要人们还在吃和喝，容器制造公司将在未来的衰退中保持繁荣。

在斯托弗的研究中，电力公用事业在 11 次下跌中有 10 次战胜了市场，唯一一次例外是 1973～1974 年的下跌。公用事业在 1976～1978 年和 1981 年中的两次下跌中获得盈利，这是它们的最好表现，当时标准普尔指数下跌了 19%，而公用事业上涨了 23%。

在第二档次的熊市抵御行业中，斯托弗选择了银行、制药、石油、饮料公司、超市，以及黄金开采——它们在 11 次下跌中都有 7 次损失比标准普尔 500 指数要小。黄金开采有两次令人吃惊的表现：1973～1974 年和 1976～1978 年，前面已经提及，这两个阶段都是高通胀，否则，熊市中黄金开采是没有优势的。有两次，即使是在金价上涨时，黄金开采企业的股价也在下跌。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据斯托弗的测算，表现最差的行业有化工、金融公司、零售商、机器工具、建筑材料生产、住宅建筑商、卡车、机械、航空公司和计算机公司——换句话说，就是那些在衰退中盈利易于受到影响的行业。莱瑟尔德列出如下应该回避的行业(见表 3)：

表 3　　熊市中表现得更差的行业数据

行业	每次下跌中的平均跌幅(%)	11 次熊市中超越标普 500 指数的次数
建筑材料	−26	1
机械(分散化的)	−28	2
卡车和零部件	−32	2
原油设备/服务	−26	3
纺织(服饰)	−31	3

小盘股的优势/劣势

你不想在进入熊市时拥有小盘股。无论典型的大盘股损失多少，典型的小盘股将损失得更多。一个极端的例子是，由多数是小盘股的1 700个公司组成的价格线指数，在 1968 年时是 199.99 点，6 年以后为 46.5 点。

伊博森联盟(Ibbotson Associates)的研究者研究了自 1987 年以来由后续下跌所造成的损失。平均来看，每一次下跌中大盘股(标准普尔 500 成分股)下跌 18.1%，而小盘股下跌 23.9%——更多的证据显示小盘股在下跌的市场中是不值得投资的。然而，伊博森更进一步的研究发现，这种差异适用于成长型股票，而不适用于价值型股票。

成长型股票通过它们的盈利吸引投资者。价值型股票为它们的资产感到骄傲(土地、厂房、银行账户上的现金、特许权、货物等)。由于相对盈利价格较低，价值型股票倾向于比增长型股票便宜(更低的市盈率)。

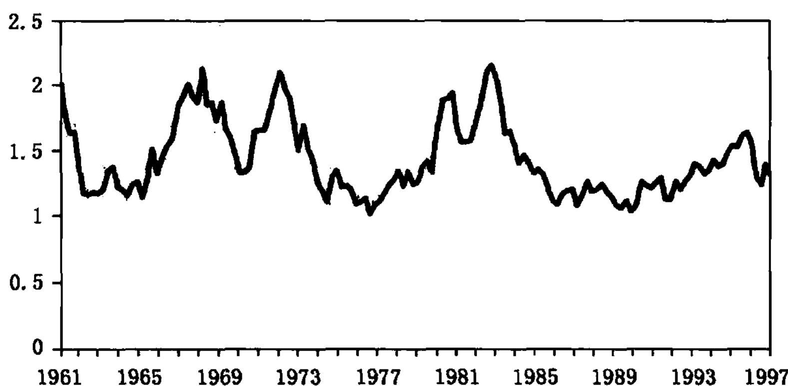
在他们对熊市的回顾中，伊博森发现小盘价值股也相当稳定——在上面所说的下跌中平均仅损失 4.8%。这是一个应对熊市的新策略：买入小盘价值股或者专注于“小盘价值”的共同基金，获得两方面好处——下跌时的保护以及当市场变化上涨时的超额收益。低风险小盘价值基金的清单见本章“正在消失的分红”一节中的表 6。

如前面所说，小盘股通常在牛市的初期表现超越大盘股。有一些时段它们表现不如大盘股，像它们在 1983～1991 年中期那样。尽管小盘股在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1992～1995年表现追赶上来，它们近些年来的不佳表现是这一轮平稳市场的麻烦因素。

相对大盘股你怎样才能判断小盘股什么时候被低估或高估，从而知道拥有哪一类更能够获利？答案是追随新地平线(New Horizons)指标(见图7)，常见于华尔街的广告板，这个图追踪了T. 荣威价格(T. Rowe)新地平线基金持有的小盘股的市盈率，并与标准普尔500大盘股的市盈率作了比较。



来源：T. 荣威价格联盟。

图7　T. 荣威价格新地平线基金(相对于标准普尔500市盈率基金组合的市盈率)

没有几个小盘股基金有新地平线基金那么长的历史，它在1960年发行(近来它对新投资者关闭)。[1] 因为在同类中非比寻常的悠久历史，新地平线基金被密切地关注来寻找上涨或下跌的线索。感谢约翰·拉波特(John Laporte)英明的股票选择，基金有许多上涨。新地平线基金是沃尔玛自首次公开发行以来整个20世纪70年代中最大的机构投资者。

当小盘股票流行的时候，图中代表新地平线指标的线上升超过了2，在这一点意味着根据盈利能力计算，投资者为小盘股所支付的价格是大盘股的2倍。

记录中，这根线有3次上升超过2(分别为1968年、1972年、1983年)，

〔1〕基金在1997年6月封闭；如此多的资金进入基金，以至于基金经理钱多的不知道应该投资到哪里。之前它曾封闭过两次，每一次都跟随着严重的熊市。新地平线基金的封闭是否是另一个见顶的信号？



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在全部3次中，大部分小盘股都物有所值，在前2次中，几乎所有的小盘股都物有所值。当达到这些高估的顶点后，小盘股可能会在此后的多年中表现落后大盘股，就像它们在1983～1990年表现那样。然而，耐心的投资者在这根线更接近1时投资于小盘股将不会失望。

这张图在每季度给基金持有人的报告中更新，但由于基金不再接受新的投资者，得到最新信息的最简单的方法是打电话给T. 荣威价格联盟。

现金是累赘，但并非总是这样

持有现金没有错。它让你有时间思考。

——鲍勃·普莱彻特(Bob Prechter)

在熊市中，一个把现金藏在床垫下的农夫的收益表现可以超越势头投资者(momentum Investors)、价值投资者、小盘股、大盘股、增长基金、平衡基金甚至是"道一琼斯之狗"类投资者。储蓄账户的收益率超过股票经纪账户，银行存折比富达·麦哲伦基金的收益更高。一个从来也没有接触过经纪商、从来也没有听说过标普500指数的人可以打败标准普尔500、富达·麦哲伦基金和投资组合拥有5 000只股票的共同基金。一个年3%的收益率总是能打败－20%的年收益率。

按这种思路，熊市就是一场革命，没有股票和经纪商的人们能够缩小他们与股票持有者之间财富差距的唯一机会——不是因为没有股票的人更富有了，而是因为持股者更贫穷了。

你可以通过将你的净资产从股票转移到安全的存折、货币市场基金[1]或3个月的国债来回避这种贫困化(为简单起见，这三种选择在后续的讨论中都被称为"现金")。吉姆·斯塔克提供了这个极端的例子：在1966年2月投资10 000美元于道一琼斯指数，算上利息的复合收益直到

〔1〕 现金市场的投资者，包括东海岸的布鲁斯·本特和哈利·布朗，西海岸的吉姆·本哈姆，他们应该在每一个银行前获得一座雕像。不仅是因为他们为各地的投资者提供了运用资金的新途径，而且他们迫使银行、存贷款机构通过提供更高的存款利率来和货币市场竞争。这使得原本会进入银行家口袋的数以十亿计的美元进入客户的口袋。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1986 年都无法赶上10 000美元的现金！股票在 20 多年中的表现不如现金。

表 4 显示了现金在这些下跌的年份中的表现。

表 4　　现金在股票下跌的年份中的表现

年份	大盘股票	现金(美国短期国债)
1931	−43.34	+1.07
1937	−35.03	+0.31
1941	−11.59	+0.06
1946	−8.07	+0.35
1957	−10.78	+3.14
1966	−10.06	+4.76
1969	−8.50	+6.58
1973	−14.8	+6.9
1974	−26.5	+8.1
1977	−7.4	+5.1
1981	−5	+14.71
1990	−3.2	+8.4

说明：总收益包括分红和利息支付。

作为一个一般的规律，熊市中的股票持有者需要 7.5 年时间收益才能赶上现金持有者，但是现金在利率上升期间表现最好，因为这意味着货币市场账户、储蓄账户或是短期国债的收益率也在上升。上升的利率使得 20 世纪 70 年代成为现金的卡姆莱特(英国传说中亚瑟王的宫殿所在之地，意为现金称王的时代。——译者注)。

1973 年，当尼克松从白宫、牛市从华尔街一同退休时，你可以在现金上获得 6.9%的收益率，与大盘股−14.8%的收益率相比非常有利。一年以后，如果你的现金仍停留在货币市场，你能够获得 8%的收益率，大盘股收益率为−26.5%。两年后，持有现金的农夫把1 000美元变为1 154美元，而持有股票的精明投资者则把1 000美元变为 627 美元。

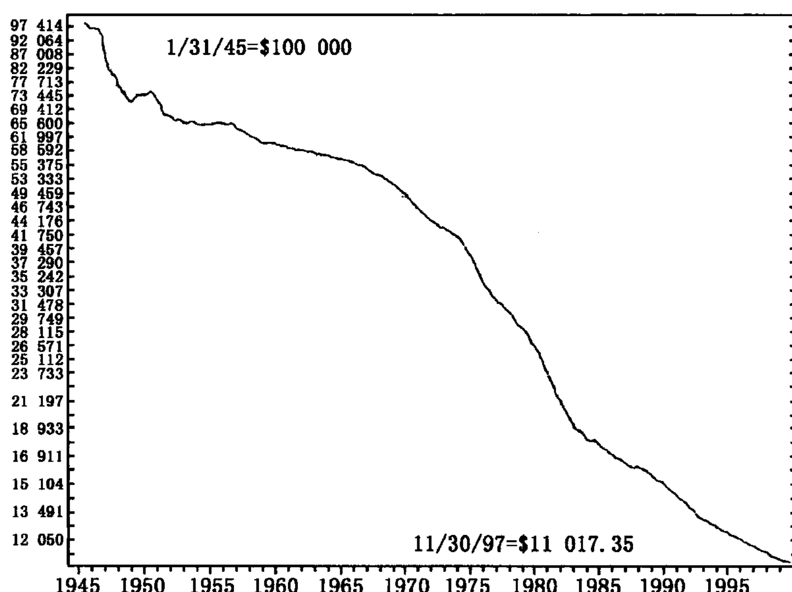
现金在 1977 年和 1978 年战胜了股票(只有轻微的优势)。1981 年，现金有了 20 世纪最佳的表现。想像一下，在货币市场 12 个月中获得 14.71%的收益，人们做到了，但那是投资者在现金上最后的欢呼。现金在 1984 年和处于熊市的 1987 年、1990 年表现超过股票，但在其他时间，股票取得胜利。投资者因此忘记了现金的好处，“现金是累赘”的格言变得流行起来。市场是有周期的，货币市场会有再次取胜的一天，表现超越富达·麦哲伦基金，让华尔街感到吃惊。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管在利率上升时现金表现最好，且即使利率在下降过程中，当股票处于熊市中时，也为资金提供了一个安全的天堂，但不能长期依靠现金。时间是股票选择者的同盟军，但却是现金持有者的敌人。在每一张美元的背面，有很大字体的“我们信仰上帝”(In God We Trust)，不是“我们信仰现金”，因为现金是不能信仰的。对现金唯一确定的事是：明天的现金将比今天价值低。

更加经常发生的情况是，现金的利息无法赶上通货膨胀率。如果购物的亲身经历还没有使你相信这个事实，请参考图 8。因通货膨胀产生的 1%的损失可能看上去不多，但是经过多年以后，影响就很大了。如果你在 1925 年购买了 100 美元的国债(那时货币市场还没有发明)，每 7 年滚动投资于后续的国债，到今天 100 美元将增长为1 172美元，减去 70 年来通货膨胀所蚕食的 813 美元，你的努力获得了 359 美元的回报。同样的 100 美元，同期投资于有名的股票，在扣除通货膨胀后增长为79 187美元。现金在平均一生的时间跨度中无法赶上股票。



资料来源：奈德·戴维斯研究。

图 8　通货膨胀对美元的影响

某学派的经济学家把通货膨胀看作是恶劣的天气，多重因素导致不好的效果。米尔顿·弗理德曼(Milton Friedman)学派的经济学家把它归罪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于政治体制，发行过多导致货币更加贬值，是为了支撑他们无法控制的开支的一种不计后果的策略。该策略的支持者不将其称之为“使货币贬值”，他们称之为“扩大国家的货币供应量”。

乔治·索罗斯在亚洲和欧洲货币上的赌博赢得数十亿美元不足为奇——比他在股票上赌博赢得的利润要多。股票在300多年时间里盈利不规律，而政府在2 000年时间里使得货币具有确定的无法盈利性，下面的回顾将会加以说明。

关于贬值货币的小故事

希腊人给了我们民主，但他们对政府最大的贡献是贬值的货币。像今天的政客一样，古代希腊领导者有一个巨大的联邦支出清单需要满足，很多官僚的嘴巴等待喂食，还有昂贵的战争，以及花费巨大的道路和下水管道需要修建。他们反复地征税，但仍然花费得比他们征收的多。为了摆脱这个约束，有三种方式：(1)再次提高税收，冒着纳税者造反的风险；(2)解雇官僚，削减政府开支；(3)保持不负责任的开销，但是在货币中放入更少的贵重金属，更多的填充物。希腊人选择了(3)，有史以来政府最喜欢的选择。

罗马人，学着希腊人的样子，“稀释”他们的硬币来支付针对迦太基(Carthage)的战争。过度饮食和通宵的聚会可能对罗马帝国的崩溃有所贡献，但是金融史学家们认为疲软的货币是一个更关键的因素。消费者对找零的货币失去信心，商人拒绝接受硬币，硬币如此广泛地不被信任，来自欧洲和亚洲的商人回到了以物易物的交易体系，以物易物成为中世纪的流行方式。

纸质货币由卡特罗利亚的詹姆斯国王(King James of Cataloria)在1250年发行，于18世纪早期在欧洲和亚洲广泛流行。开始，人们还愿意接受新的纸币来代替旧的不可靠的硬币，但是好景不长，政府和私人银行就开始在任何他们需要额外资金的时候就大肆印刷纸币。叛逆的美洲殖民者无法用税收来支付他们的独立革命，为了反抗英国的税收，他们用大量印刷的“大陆钞”来为战争融资，送到部队和供应商那里作为他们服务的薪酬。独立战争中汤姆·佩恩的文宣(Tom Paine's Pamphlet)不是最重要的印刷任务，最重要的任务是印刷“大陆钞”。

收下这些货币的人很快发现，没有实质性的物质支撑这些新发行的货



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

币。第一年"大陆钞"贬值了一半，并且当商人们拒绝接受"大陆钞"时，革命政府把拒绝接受新货币列为是一种犯罪。任何人拒绝接受新货币，他或她的财产将会被充公。

不愿意冒险被没收财产，同样不愿意卖出他们的食品、衣服和其他资源来换取没有价值的货币，商人们通过把商品拿下货柜来解决这个问题。这一范围广泛的食品和其他必需品的窖藏导致了1779年波士顿严重的短缺和普遍的饥荒。再一次，人们通过以物易物的方式交换商品和服务。

美国独立革命议会发行新的货币来转移人们对旧纸币不信任的注意力，这在纸币印刷的金融体系中是一种通常的策略。每一个新的"大陆钞"价值20个原来的货币，承认旧的货币失去了大部分的购买力。新的货币同样很快也失去了购买力，通过发行没有价值的货币，独立革命政府实际对接受者强加了97.5%的税率。

在经济的前线，伴随着他们对自由贸易的限制、过分的印刷纸币和对蒸馏酒精的贪婪税收，革命者惊人地模仿了令人厌恶的特洛伊木马。这种不爱国的观点来自于一个爱争吵跨世纪的老人威廉·格拉汉姆·萨姆纳(William Graham Sumner)，并被传递给哈利·布罗尼(Harry Browne)，一位作家、总统自由竞选人、曾经的黄金虫、流行的金融史学家、政府笨拙表现的编年记录者。

在18世纪后期，纸币在全世界范围内不被信任，新兴的国家包括美国，把它们纳入黄金或白银的标准，银行可以发行的"票据"能够赎回黄金。持有的每一张货币都有金属支持，你可以走进美国银行(Bank of the United States)——中央银行的前身，递上1美元的纸币交换出1美元价值的黄金。

这个系统有史以来首次创造了可以信赖的货币。它同样也带来了问题，银行只能印刷和他们库存黄金一样多的纸币——一个多数银行家和许多政客们反对的限制。美国银行保持自己符合黄金的标准，但国会拒绝更新它的牌照，美国银行的后继者，第二美国银行也屈服于政客的攻击，它的关门导致了1819年全国性的"恐慌"——根据约翰·肯尼斯·加尔布雷思[1](John Kenneth Galbraith)的说法，这个词第一次进入了金融词典。

[1] 约翰·肯尼斯·加尔布雷思．金融快乐短史(*A Short History of Financial Euphoria*)纽约：维京出版社，1993第59页．

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近100年后，直到1913年美国才成立第三个中央银行。

1819年的恐慌之后，金本位制松动，数以百计的地方和州立银行涌现出来利用这个好处。这些银行的分支机构所发行的每一张票据或本票都被假设有实物的资产作支持，但是实际上，银行印刷了远远超出他们实物资产可以支持的更多的货币。在19世纪中叶，联邦政府通过对其货币征收巨额税款来迫使州立银行退出货币业务，从那以后，美国的财政部对货币发行有了绝对的控制权，只是偶尔地被假币制造者挑战。

全世界范围的政府，包括美国政府，都是在平常的时候坚持金本位，而当爆发需要大量花销的战争时则忽略这个标准。通常，他们大量印刷纸币来为战争付款，然后放弃货币可以兑换黄金的承诺。美国财政部创造了“绿色底纹纸”（指美钞）的巨大供给来为内战筹资，而当绿纹纸被证明和大陆钞一样不值钱的时候，爆发了惊人的通货膨胀。两次世界大战和越南战争也是用同样的方式来筹集资金，这3次战争后紧随着的是2位数的通货膨胀。

一方面，政府因大量发行货币创造通货膨胀；另一方面，又通过中央银行提高短期利率来与通胀斗争。这种内部补救造成了多次严重的衰退。

1944年9月，来自同盟国的政客和银行家在新汉姆斯菲尔(New Hampshire)的一个度假村布雷顿森林(Bretton Woods)开会，为全世界货币设计一种新的“固定汇率”体系。根据这个计划，每一种货币被指定一个可以与美元进行交易的价格范围。如果超出了这个范围，各国央行要采取纠正的措施。

哈利·布朗认为新的体系按照下面的方式运转。如果瑞士法郎相对美元变得更贵，瑞士的中央银行将会进入市场卖出瑞士法郎，买入美元。这个平衡的行为将压低瑞士法郎的价格，同时推高美元的价格。同样，如果美元相对瑞士法郎太贵，美国央行将进入市场买入瑞士法郎，卖出美元。

在布雷顿森林协议(Bretton Woods Agreements)下，当任何时候一种货币下跌得太多以至于纠正措施也不能奏效时，对这个货币负责的政府将被要求“贬值”这种货币。例如，如果意大利里拉被贬值了，将会花费更多的里拉来购买一美元。

贬值是一个痛苦而且不被接受的步骤，但是一个弱势货币的国家没有别的选择。例如，如果意大利拒绝贬值里拉，其他国家将收集大量的里拉，交还给意大利的中央银行，要求意大利按照先前的比率换取黄金。意大利



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有可能要耗费光它的黄金储备来满足这种需求，因此贬值是相对较轻的痛苦。

当布雷顿森林体系开始运行时，美元是世界上最强的货币。那些签署了这个协议的国家被允许像用黄金白银一样用美元清偿他们的债务，美元被认为“像黄金一样好”。但是到了20世纪60年代晚期，美元开始失去它光辉的声誉——为了支付对越南和贫穷两场战争的花费，总统林登·约翰逊(Lyndon Johnson)采取美元供应扩张从而导致的结果。

随着美元走弱，它在国际银行家的眼中失去了信誉。大量的国家出现在美国财政部的出纳窗口，希望将大笔的美元兑换成黄金。美国的黄金储备迅速减少，美国政府官员对这些政府需求做出了与以往对待私人需求相同的反应，他们关闭了窗口，暂停了所有钞票兑换黄金的业务，直到有进一步的通知。

世界其他国家并不认可这种逃避债务的行为。德国，第二次世界大战失败后加入了布雷顿森林体系，于1969年暂时退出；加拿大在1970年退出；其他一些国家无情地抛售它们拥有的美元，导致自己的货币走强而美元远远跌到约定范围以外。1971年12月，美国政府做出了令人不可思议的决定：对无所不能的美元进行贬值。

无能的美元继续走弱，直到1973年布雷顿森林体系崩溃。自那以后，世界货币可以在市场上自由浮动，根据银行家和投机者的想法上涨或下跌。自1973年以来，1美元的购买力已经损失了71美分；其他货币损失更多。由于放纵的政府高官快速地印刷货币，拉丁美洲人民承受了3～4倍的通货膨胀。他们在可能的时候把现金兑换为美元或瑞士法郎，但是因为他们的政府限制这样的兑换，他们只好设法寻求秘密和灵活的方式来保护自己的资产。

最后，现金都有贬值的属性，无论是泰国铢、苏克雷(厄瓜多尔的货币单位)、人民币、里拉还是美元。当股票处于熊市时，特别是在通货紧缩时，拥有现金是有好处的，但是不要成为一种习惯。

藏身于债券

过去，坚定的债券持有者都是机智、专业和高层次的人，他们意识到持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有股票将会损失很多钱。但是近来，坚定的债券持有人成为反应迟缓、落后于时代的守旧者，他们没能意识到持有股票能够赚很多钱。人们聚会的内容常常是听股票筛选者讲述其如何依靠微软和惠普的股票而退休的故事，人们从来不聚集在债券投资者周围，听他们吹嘘福特公司债 2005 年的收益率为 9.5%，或者 15 年的政府债券年收益率为 6.1%。

大量经纪公司所做的研究表明，一直回溯到西班牙—美国战争（1898年），债券在长期中的表现都不佳。他们都得到相同的结论：债券是给失败者的，股票是给未来的百万富翁的。

债券是企业或政府机构给予放款者所借出资金的回执。债券支付固定的利息，直到"到期日"，在那一天原始的借款金额被偿还。因此，大多数债券按照债券发行人不同信用程度所确定的不同利率，提供一个稳定的不引人注目的收入来源。

人们对于债券负面印象如此之深，你可以问你自己这个问题：从1980～1990年以来，是债券还是股票具有更高的收益？你的答案肯定会是：股票。而事实上，债券和股票在这段时间有同样的收益，表现较好的零息债券（后面会提到更多）表现超过标准普尔 500 和道一琼斯指数。

寻找关于债券正面评价的学术上的证明，可以阅读杰瑞米·斯格尔（Jeremy Siegel）的《股票长期投资》（*Stocks for the Long Run*），一本提到债券在长期中有好处的书。作为沃顿商学院的教授，斯格尔研究了自 1802年以来的收益率，一项肯定需要大量供应咖啡因的工作。尽管股票在 2 个世纪中收益超过债券，但斯格尔发现债券在每 10 年中会有 4 年收益超过股票。在一些特定的时段，债券不仅值得拥有，而且是唯一值得拥有的投资工具。

在今天这种没人在意分红的环境中，债券相对那些支付很少红利或根本不支付红利的股票有一个很大的优势，债券甘苦与共——或者在熊市中"苦苦"与共，为其持有者提供稳定的收入。这种持续的收入使得债券持有者能够在债券市值下跌时也有所指望。更有利的是，在债券市值上升时，同样也为债券持有人提供可以指望的收入。

图 9 显示了一个典型的政府债券在股票表现不良的 9 个时段中的情况。如你所能够看到的，债券在最近一段时间中提供了很小的正回报，在1981～1982 年收益率巨大，在 20 世纪 70 年代的 4 次熊市中有 3 次收益率表现令人失望。这引出了一个重要的观点：债券不是存在于真空中的。无



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论是直接拥有，还是间接通过共同基金拥有，建议你观察利率环境、通货膨胀压力、环境是否有利，要买入长期债券，你必须对经济的未来有所确信。

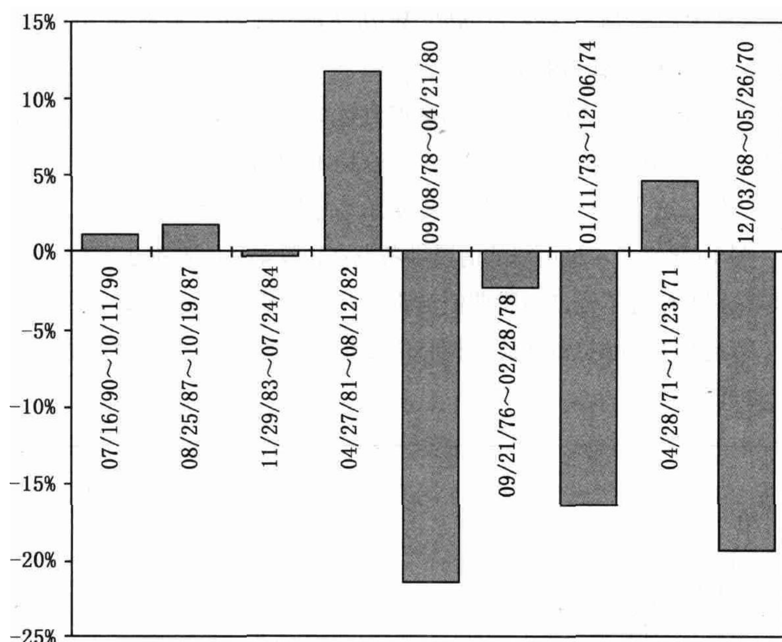


图 9　最近下跌市场中的长期政府债券总收益(通胀调整后)

债券安全的名声来自于如果一切按照计划进行且持有到期，你将拿回你投入资金的事实。因此你不会损失资金，并且在过程中赚取利息。这种幸福的结局没有考虑通货膨胀，而这恰恰会在到期兑付时侵蚀你初始投资的购买力(这里我们讨论的是美国政府债券，基本没有违约风险。其他类型的债券，还会有发行者无法按时付款的风险)。

每一次通货膨胀率和利率下降，债券会变得更加有价值。20 世纪 30 年代就是这种情况。每一次通胀率和利率上升，债券价值下降，正如 20 世纪 70 年代那样。债券也有自己的熊市，与股票市场的熊市周期不同。例如，在 1946～1981 年持续了 35 年的债券实质熊市中(谁说熊市都很匆忙的?)，一个债券的忠实持有者损失的面值比一个股票忠实的持有者损失的本金更多，吉姆·格兰特解释如下：

从 1946 年 4 月国债收益率最低为 2.03%开始，债券市场不规律运行但始终无情地下跌(价格更低，收益率更高)。到 1981 年 9 月，长期熊市的终点，长期国债的收益率达到 15%。假设恒定期限收益率为

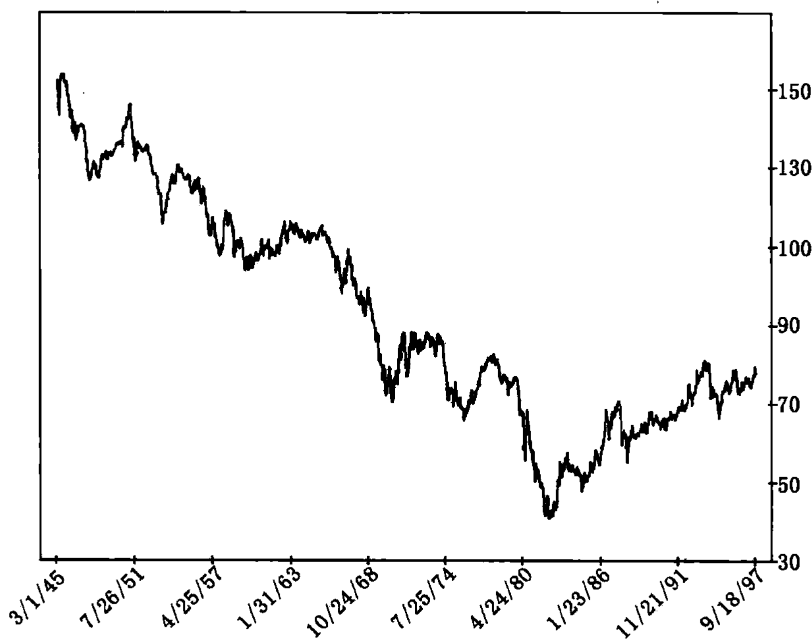
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.5%的债券，在1946年以101元买入，盲目的持有到1981年，价格将下跌83%，变为通货膨胀调整后的17美元。

《繁荣的烦恼》(*The Trouble With Prosperity*)，时代书局(Times Books)兰登出版社，1996。

除了债券持有者很少有人能意识到这35年的不幸，因为债券熊市从来也不会吸引很多注意力。你是否意识到1994年是20世纪债券市场最差的年份？这个当时的新闻对很多投资者而言依然新鲜。

图10显示了4种可能的情景供考虑：(1)股票和债券都表现较好；(2)股票较好而债券不好；(3)股票债券都不好；(4)债券较好而股票不好。在一个特定的时间哪类资产值得拥有依赖于通货膨胀和利率。让我们考虑每一种情景。



资料来源：鲍勃·普莱彻特，埃利亚特·维福国际(Elliott Wave International)，20市政债券指数(20 Municipal Bond Index)。

图10 债券价格(1945～1997年)



1. 股票和债券都表现较好。这种情形发生在1982～1997年，利率下降、通货膨胀受到控制，投资者获得两方面的好处。在这段时间中，除了没有经纪商的鲁宾逊·克鲁索(英国作家笛福所作小说《鲁宾逊飘流记》的主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人公。——译者注)之外,还有谁没有意识到股票使得富有的和不太富有的人们更加富有?债券悄悄地在做同样的事。

债券在20世纪80年代早期被称为“充公的凭证”,当时他们提供15%的收益率。在那个时期任何投资者如果接受了山姆大叔的条件买入长期国债,自那以后每年收到15%~20%的利息支付。这些年度收益率与同时期最成功的股票型共同基金相比也不逊色。在1982年最佳年份原始持有30年期国债的投资者能够展望超过15年的较好收益。

尽管股票和债券在20世纪90年代都持续繁荣,股票还是表现得更好。这是因为通货膨胀有所上升,利率没有下降得像20世纪80年代那样快。

2. 股票表现较好而债券不好。这种情况发生在通货膨胀受控、利率上升但是缓慢的上升的情形下,就像1947~1968年发生的那样。轻微的通货膨胀对大多数公司没有影响。更高的企业盈利超过了利率上升所需要的补偿,因此股票持有者受益。更高的利率吞噬了债券的价值,因此债券持有人受损。

这不是保守投资者在20世纪50年代排队买入债券并回避风险太大的股票时心中想要的结果。债券在先前的20年中赢得了更好的长期投资工具的声誉,20世纪50年代的公民仍然相信这种优越性。这是一个成本高昂的错误,债券产生的结果可能会令“老虎机痴迷者”失望。

3. 股票和债券表现都不好。发生在利率上升和通货膨胀失控的情形下。最近一次这种情景发生在20世纪70年代,当时债券是令人厌恶的投资工具,而股票则表现更差。在通胀的熊市下,债券持有者的境况要好于股票持有者,这主要归功于利息收入。

债券产生现金流,在一个通胀的熊市中,能够以逐步提高的利率被再投资。

4. 债券表现较好而股票不好。利率下降,通货转向紧缩——下降的利率对股票不利的唯一情况。最近一次这种情况发生在20世纪30年代。经济严重衰退或萧条,企业不能盈利。债券开始表现趋好,因为当价格下降时他们能够产生现金流,使得每个月的付息比上个月更加有价值。

如果你认为目前股票风险太大,该如何知道什么时候买入长期债券,而在什么时候躲进货币市场呢?马蒂·泽维格,一个敏捷的资产配置者,按照一个大众化的通胀指标——发布在金融刊物上的商业研究局(Commodity Research Bureau,CRB)价格指数的变化来进行决策。如果CRB指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数保持稳定，或者比流行读物上的数值有所下降，债券将提供一个比货币市场或 3 个月政府票据更好的收益。当 CRB 指数小幅上涨（9%或更少，一个给定年度中），债券将超过货币市场，但幅度很小。当 CRB 指数上涨超过 9%，货币市场收益率将超过债券。

以下是关于债券的最后的一些思考。

没有法律规定"高"的利率不能变得更高，同理，也没有法律规定"低"利率不能变得更低，尽管它变得越低，未来你赚钱的机会越少。在 1997 年的日本，你能够买到利率为 1.5%的 20 年期的债券。为使这个投资取得回报，日本的利率——连同通胀率一起——必须在 20 年中始终接近于 0，这是一个值得讨论的结果。

如果你看多债券，你可以通过各种零息债券品种（简称为"零息债券"）获得你的收益。零息债券由美国政府发行，和通常的政府债券有同样的高信用等级，不同之处是还款方式的安排。

当买入 10 000 美元的通常的债券时，你先支付10 000美元，之后不断获得利息，并在最终获得10 000美元还款。当买入10 000美元零息债券时，你能够得到在整个债券期限中收到的所有利息。假设一个零息债券在 15 年中会支付2 000美元利息，在这种情况下，你开始时只用支付8 000美元，在到期日将获得10 000美元还款。

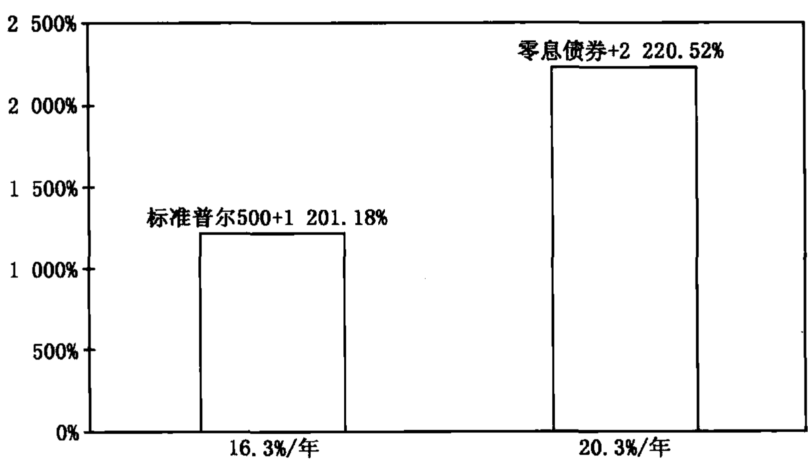
这个计划帮助政府在当前获得资金，因为他占有了你8 000美元且在 15 年中不再欠你利息。同时，你必须每年为没有得到的利息缴税，为了避免对这个虚拟的利息缴税，你最好用免税账户持有零息债券。

是什么原因使得零息债券在债券牛市中有如此强的盈利能力？原因是当为10 000美元的债券仅支付8 000美元时，你在运用某种形式的杠杆。运用同样的资金你得到更多的债券，零息债券的市场价值将比标准债券的市值上升更快。图 11 显示了零息债券自 1980 年以来是如何以很大幅度战胜股票的。很自然，产生较高收益率的杠杆作用在债券下跌时会起到不利的效果，在高通胀时期你不会想持有零息债券。

在某些情况下，你可以考虑政府新发行的通胀指数挂钩债券（inflation-indexed bonds），于 1997 年开始发行。投资者对这个新品种不是很感兴趣，但是它的概念是很有吸引力的。通胀指数债券支付比一般债券更低的固定利率。但是在固定收益之上，你可以得到一个附加的收入与通胀率挂钩。如果通胀率保持不变或下降，这一点对你没有任何好处，但如果通胀



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：麦克尔·奥海金斯(Michael O'Higgins)

图 11 债券和股票的全部收益（1980.12.31～1997.12.31）

率上升，债券的收益率也会随之上升。通胀指数挂钩债券消除了债券持有人最大的担忧：通胀将侵蚀他们所获得收益的购买力。

黄金熊市是否会终止？

你可以选择信任黄金的自然稳定性，也可以选择信任政府官员的诚实智慧。带着对所有这些绅士（意指政府官员。——译者注）的尊重，我建议你，只要资本主义体系依然存在，选择黄金。

——乔治·伯纳德·萧(George Bernard Shaw)

黄金是倡导新鲜事物者的现金、自由主义者的退休金计划、未开垦地区的法定货币，但是它能够帮你渡过下一次熊市么？表 5 所显示的得分表给出了说明。

表 5　　黄金及黄金采矿企业自 1946 年以来在 11 次大于或等于 15%调整中的表现

调整的时间	标普 500 指数	实物黄金	黄金采矿股票
1946 年 5 月～1947 年 5 月	−23	0	−28
1948 年 6 月～1949 年 6 月	−17	0	+3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

调整的时间	标普 500 指数	实物黄金	黄金采矿股票
1957 年 7 月～1957 年 10 月	－15	0	－18
1961 年 12 月～1962 年 6 月	－22	0	－3
1966 年 2 月～1966 年 10 月	－17	0	－10
1968 年 11 月～1970 年 5 月	－28	＋4.11	－35
1973 年 1 月～1974 年 10 月	－41	＋142.87	＋144
1976 年 9 月～1978 年 3 月	－16	＋60.72	＋43
1980 年 11 月～1982 年 8 月	－19	－34.58	－60
1987 年 8 月～1987 年 12 月	－27	＋7.90	－22
1990 年 7 月～1990 年 10 月	－15	＋2.54	－8

注：黄金价格在开始几次中是“固定”的，因此实物黄金没有盈利或亏损。
数据来源：山姆·斯托弗（Sam Stovall）的标准普尔 500 统计。

尽管在很多情况下有相当好的帮助，但显然黄金不是救治熊市的灵丹妙药。无论是按盎司（实物黄金）还是通过股票（黄金采矿公司的股票）买入，黄金在标准普尔 500 指数 11 次下跌中有 6 次让其拥有者满意。

侯姆斯塔克采矿公司（HomeStake Mining Company，黄金类公司的代表）在大萧条中是一个值得注意的亮点。在 1929 年 10 月 29 日黑色星期一的抛售痛苦中，它没有提供什么保护，在短暂的交易中从 11 美元下跌到 8 美元。但当黄金从股票熊市的灾难中反弹时，侯姆斯塔克也上涨了。到 1932 年它达到了 15 美元的历史高点。作为比较，典型的道一琼斯成分股通用汽车，在同期的表现是从 45 美元下跌到 3.75 美元。

在道一琼斯指数下跌 89％的时候获得 30％的盈利，黄金股票显示了引人注目的相对回报。你不会看到黄金投资者睡在门外或是在路边卖苹果。

1932 年末期，当整个国家都陷入全面的萧条时，各类股票都获得了令人开心的恢复性上涨，到 1937 年道一琼斯指数上涨了 4 倍。侯姆斯塔克与其他股票保持一致，从 15 美元涨到 68 美元，但这时它与道指涨幅类似。道指 4 倍的上涨是在下跌到八分之一后获得的，而侯姆斯塔克 4 倍的盈利是在 1929～1932 年盈利的基础上实现的。总之，黄金股票的持有者在这场游戏中获得了 4～6 倍的收益，而其他类型股票的持有者则还远离盈亏平衡点。熊市后值得注意的恢复性上涨并不意味着投资者能拿回全部投



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net.

资，这取决于熊市所造成的损害。

黄金在高通胀时期被期望有较好表现。几个世纪以来，金属成为针对花费巨大的政府偷偷发行虚假货币的最佳防御工具。黄金股票在通货紧缩、价格下降时会产生巨大的利润，在 20 世纪 30 年代给很多人留下了深刻的印象。黄金作为任何金融危机、通胀或通缩的答案吸引了新的投资者群体。

这些投资者忽视了黄金在 20 世纪 30 年代通缩时表现较好的原因。黄金价格被政府法令精确地限定在每盎司 20.67 美元。这样，黄金价格始终坐在"地板"上，远离了其他商品：铜、小麦、房地产、木材、戏票——所有你能想到的其他商品价格的令人反胃的下跌。与自由市场的想法有所偏离，采矿行业在其他行业亏损的时候依然保持盈利。

1934 年，富兰克林·罗斯福总统将黄金的价格从 20.67 美元提高到了 35 美元，但这个法令对黄金股票在接下去的数十年中没有帮助。事实上，采矿股票的投资者在 1929～1937 年的蜜月期过后，他们的忠诚受到了惩罚。到 1953 年，黄金股票的价格只有之前最高价格的一半。然而，侯姆斯塔克的忠实投资者在 1929～1953 年中资产翻番，而道一琼斯指数的忠实投资者仍然处于亏损中。

在 1933 年，罗斯福总统还签署了法令，使得美国公民拥有黄金的行为成为违法。这个禁令是令人震惊的，你可以拥有采矿公司的股票，但你家里不能有金条、金粉或金币(除非它们年代足够久远能被评估为古董)。一个保存良好的酒柜是合法的(这些禁令在拥有黄金成为非法的同一年被废止)，但是厨房抽屉里的一个天然金块却能使你蹲监狱。

这个奇怪的法令的目的是使黄金从个人的手中转移到政府的手中，政府需要每一盎司黄金支持美元，以在国际货币体系中站稳脚跟。

尽管"可兑换黄金"的字样从美元钞票上消失了，现金也回到了改进的黄金体系中，但在之后的 40 年中大多数个人拥有黄金仍然是非法的。1974 年，福特总统废除了这个法令，自从罗斯福新政以来，黄金首次可以被有意愿的成年人以他们满意的价格来买卖，与猪肚和大豆等其他商品一样，黄金成为市场力量投资的对象。

黄金价格在这之前三年就获得了自由，当时尼克松总统允许在商品交易所或其他地方黄金价格可以自由浮动。对于 1973～1974 年的熊市来说，这个自由化来得很及时。那是一段极度的通货膨胀和对恢复较长时间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的等待，油价涨了4倍，其他各类资产的价格也跟随上涨。股票的估值水平前所未有，所谓的“漂亮50”公司的股价达到了盈利的50～70倍。随着通胀上升和股价过度上涨，那时成为买入黄金股票卖出其他组合的绝好机会。

在1968～1974年乱七八糟的交易中，采矿类股票价格随着整个市场上涨和下跌，但它们下跌得不多。到1974年末，道一琼斯指数下跌了40%，采矿类股票上涨，实物黄金价格从每盎司132.5美元上涨到186.5美元，远远超过1973年66美元的低价。从这个新的高台上，黄金价格开始了令人印象深刻的上涨。20世纪70年代，道一琼斯指数1 000点、黄金以35美元开始，结束时道一琼斯指数为800点、黄金价格为850美元。

黄金的喧嚣带来了巨大的需求，把价格推动得过高过快。自1980年达到顶部后，黄金使得它的持有者和投资者非常失望。企业盈利上升、通胀得到了控制、新英格兰从衰退中复苏、得克萨斯复苏、加利福尼亚复苏、甚至贝鲁特也复苏——对黄金投资者而言都是噩梦，因为黄金价格只有在坏消息中繁荣。

有几次，金属行业的轻微上涨带了给“黄金虫”(黄金看多者的称呼)们错误的希望，但很快就被世界经济或政治的其他积极进展所打消，使黄金回到其原来缓慢下降的通道中。在1981年的熊市中，黄金和黄金类股票都没能提供防御，它们和道一琼斯指数、债券市场以及其他一切事情一样受到粗暴的打击。1981年以后，黄金、股票和债券表现有所背离。虚拟资产离开长期下跌的底部，开始新一轮的繁荣。黄金则失去了长期的优势，开始成为表现较差的资产，20世纪80年代黄金的情况与70年代恰恰相反。



实物黄金在1987年的大崩盘中表现足够稳定，仅有一个较小的下跌，从每盎司480美元降到450美元，之后又上升到500美元。采矿类股票没有如此幸运。侯姆斯塔克股价从24美元下跌到13美元，年底时股价为17美元。投资者一旦确信世界各国的中央银行正在通过降低利率来避免全球的萧条，黄金价格的反弹就会很快结束，金属便失去了市场的关注。随着股价上涨，黄金价格下跌到每盎司250美元。之后在写这本书的时候(1997年)，金价正常的交易区间是在300～400美元之间。

自1980年以来，投资于道一琼斯指数的10 000美元，回报给投资者70 000美元；投资于黄金的10 000美元，则会给投资者带来5 000美元的损

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失。这是否意味着黄金的熊市将结束了呢？鲍勃·普莱彻特(Bob Prechter)不这么认为。普莱彻特在1980年看空黄金，今天依然看空。他的图表告诉他金价在这一周期结束前会下跌到100美元以下。以300美元每盎司买入黄金，来对冲道一琼斯指数8 000点风险的投资者很快会感到后悔。

在达到每盎司850美元的17年之后，黄金在300美元看上去可能很便宜，但是熊市并不是按照时间表来运行的(有些熊市持续60年)，并且还没有可预测的底部。如果按照普莱彻特的数据，与其他生产者价格指数中的商品相比，实物黄金300美元的价格比它在1970年前的两个世纪中还是要昂贵(普莱彻特在这个领域的研究大多数来自于美国经济研究所，大巴顿(Great Barrington，MA))。考虑到再加上风险因素，与实物黄金相比采矿类股票被高估了。

普莱彻特认为，如果通胀率上升，黄金价格尽管目前相对昂贵，也还有上涨的理由。但是通胀率是在下降而非上升，并且很多指标显示通缩，这是对黄金价格不利的直接因素。如果下次熊市是通缩的，按照1929～1932年的方式，黄金将不能提供防御，除非富兰克林·罗斯福再生恢复了黄金价格的下限。

每一个金币都有两面——黄金看多者(“黄金虫”)反驳普莱彻特的分析。他们给出今天购买黄金的4个很好的理由：

1. 自1980年以来道一琼斯指数涨了7倍，而黄金价格下跌到原来的一半，与股票平均价格相比，金属变得特别便宜。

2. 股票的供给是无穷的，而黄金的供给是有限的。全世界的黄金存量——金币、金条、项链、酒具、金块及其他所有黄金制品——可以被溶解铸造为一个足够小的立方体，放在麦迪逊广场花园的篮球场上。采矿企业挖掘得更深而采掘到的却更少，根据天然金矿的统计，每年有200亿美元的新黄金进入市场，比尔·盖茨就有能力购买一整年的黄金供给。

地球上最大的黄金储量不是在俄罗斯、南非或澳大利亚的金矿，而是在纽约联邦储备银行的地下金库中，在那里很多国家存有它们的金条——8 500吨，价值900亿美元。世界各国的中央银行拥有和控制了全球40%的黄金供给，存储在纽约或其他地方。

3. 随着世界人口的增加，人们的需求也在增加，最近10年新增了10亿个脖子、20亿只手、20亿个耳朵和320亿个牙齿，都在等着用金项链、金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

手镯、金耳环和金牙来装饰。

4. 六个大陆上的政府正在创造赤字的纪录，陷入越来越深的债务中。当其他方式都失效时（通常总是这样），他们将通过印刷纸币来挽救自己，使得货币更加不值钱，而黄金更加值钱。当所有的货币都失去信用的时候，黄金将受益。黄金作为政治解毒剂的重要性被美联储主席格林斯潘在20世纪60年代清楚地强调，当时他还是一个年轻的经济学家，能够自由地说出如下的话：

福利国家的财政政策要求财富的拥有者没有办法保护自己。这是福利政策鼓吹者反对黄金说辞中不可告人的秘密。赤字支出是对财富"隐性"没收的一种简单方法。黄金堵在这个阴谋过程的道路上，它成为物权的一个保护者。[1]

目前的问题是就是那些采取宽松货币政策，导致黄金在长期中更加有价值的政府正在卖出或威胁要卖出他们储备的黄金。他们为什么要这么做？这与被解雇的钢铁工人典当手表的原因相同：他们需要现金。每一次当黄金价格开始上涨时，某一个中央银行抛售黄金的报告就会使其重新下跌。1997年春季，德国、比利时和意大利都有报道抛售，即使是瑞士，像喜欢巧克力一样喜欢黄金，也宣布他们有抛售意向。

但不要对黄金完全放弃。即使普莱彻特也认为黄金有光明的未来，但要在最近这轮熊市周期之后。普莱彻特说道："那时，如果美联储回到通过印刷货币来挽救衰退中的经济，迅速地转换为黄金将是非常重要的。"

底线是什么？通常由于股票牛市中出现通胀，美元失去信用而导致黄金进入牛市时，投资于黄金才是有意义的。仅仅因为股票处于熊市而投资于黄金是没有意义的。



正在消失的分红

拥有分红的股票就像拥有可出租的地产而不是一块空地。在房地产这个流动性不好的市场中，土地将只是停留在那里，时刻提醒你不应该买

[1] 格林斯潘在题为"黄金和经济自由"的文章中作了这些论述，刊登于《客观者》(*The Objectivist*)杂志。后来在一本书中重新出版《资本主义：不为人知的理想》(*Capitalism: The Unknown Ideal*)编者为安·兰德(Ayn Rand)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入它。但是可出租的地产在你等待无法拒绝的买价时可以给你带来收入。在一个流动性不好的股票市场中，红利就是租金，它是你等待股票价格升值时唯一能够获得的奖励，有时这个等待过程可能会是很多年。

当股票处于盈利阶段，投资者仅记得价格的上升时，很容易忘记在长期中红利占了金融盈利的三分之一。价值投资之父本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham)曾经说道："商业机构的基本目标就是为其所有者提供分红。"这个理念今天几乎被人忘记。查里斯·卡尔森(Charles Carlson)，《道氏理论预测》的编者，测算分红在1980～1995年中占了盈利的一半。因此，当股票有如此高的价格以至于它的红利可以忽略不计时，是一个危险的信号，就像在1997年的情况那样。

当华尔街士气受挫时，来自于分红的收入可以使恐慌的投资者避免在一次下跌中的底部抛弃股票。稳定可靠的分红在股价自顶部跌落中还扮演着刹车装置的角色。例如，如果飞利浦·莫里斯(Philip Morris)每年支付1.6美元的红利，股价为40美元，则股票的收益率为4%。如果股价下跌到20美元，收益率跳升到8%。

由于衰退防御行业(无论发生什么人们都要吸烟)中有一个稳定的现金流，飞利浦·莫里斯在支付红利上没有问题。投资者知道这一点，之前不想买入这个股票的投资者现在发现8%的收益率是不可抗拒的，新的买入者将抬高股价。在今天的市场上，一家能够每年支付你8%红利的强有力的公司的股价，不会很长时间处于很低的水平。

为熊市做好准备，而不完全变现股票的一个方法是用支付红利的公司构筑组合，或者投资于"增长和收入"类型的共同基金，这些基金遵循同样的策略。按照这种方法，你将避开那些不支付红利的较小规模的、不确定的公司，因为它们宁愿将每一个可用的美元用于他们自己的快速增长上。你将拥有较大规模、保守稳定的公司，他们经历过艰难时期并有指望再次生存下去。

这些保守的公司包括公用事业、银行、制药企业和原油开采企业。还包括那些失去投资者偏好的行业巨头，如"道一琼斯之狗"(任何一年中在30只道一琼斯工业股中表现最差的5个公司)。因为它们的股价已经下跌，"道一琼斯之狗"支付很高的红利，因此它们的收益率上涨。在被放入"狗窝"中之后的一年，它们有表现超越其他道一琼斯成分股的习惯。在由麦克尔·奥海金斯(Michael O'Higgins)所提供的表6中还显示出，在6次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票市场下跌中，他们的表现有5次超越了其他道一琼斯成分股。奥海金斯来自于纽约奥尔巴尼(美国纽约州的首府)，现在是迈阿密的资产管理者，正是他发明了投资于往年失败者——“道一琼斯之狗”的技术。

表6　　下跌年份中“道一琼斯之狗”

年末	道一琼斯工业平均指数%	5只股票策略%
1969年12月31日	−11.60	−10.09
1973年12月31日	−13.12	+19.64
1974年12月31日	−23.14	−3.80
1977年12月31日	−12.70	+4.50
1981年12月31日	−3.40	0.00
1990年12月31日	−0.58	−15.20

数据来源：麦克尔·奥海金斯。

因为经济衰退和熊市通常手拉手出现，应该仔细挑选构建一个支付红利股票的投资组合。仅仅以分红收益率为基础来抵御熊市可能是危险的。因为分红不是一个义务(对比债券的利息支付来说)，一个企业可以按照自己的意愿自由地减少或暂停支付红利，通常企业会在缺乏现金时这样做。

在经济困难的时期，这种暂停很常见。即使是在繁荣的时期，很高的分红也可能是一个企业已经碰到麻烦的信号。投资者可能会抛售股票，因为他们预测红利会被削减，这导致股价下跌而红利收益率上升，但是如果企业停止支付红利，这个收益率就没有任何意义。

本质上比红利更重要的是企业未来支付的能力。“支付比率”告诉你一个企业能否以目前的比例保持支付红利。如果一个公司今年每股盈利1美元，并计划支付每股1美元的红利，则它没有为错误留下任何空间，盈利上小小的下跌就会导致红利处于危险中。另一方面，如果每股盈利3美元，支付1美元的红利，它就有很大的空间来承担错误。3∶1的支付比率被认为是相当安全的，2∶1是比较安全的，而1∶1则是非常有风险的。

任何能够接触到内部研究的经纪人都能给你大量公司支付比率的摘要。想要获得关于分红更加深入的信息，可以向穆迪(Moody)咨询，它是一家债券评级机构，并提供各种统计服务。

穆迪的员工保留了一组“红利实现者”的标签——这些公司至少在10年时间中提高了他们支付的红利。最近一次统计，在穆迪关于这个问题的手册中，列示了345家这样的实现者，这本手册每年出版。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

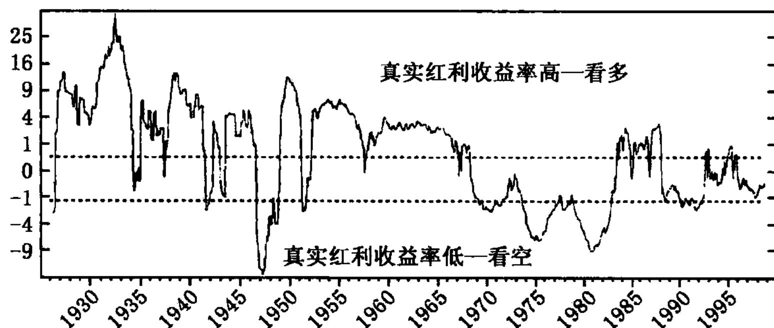
穆迪的手册是开始构建熊市抵御投资组合的极好的起点。如果出现在穆迪的这个名单中，这家公司一定是无论在好的还是坏的市场中都提高了红利。

在今天存在超过 4 200 只股票型共同基金的情况下，穆迪表现出了不寻常的克制力，抵制了设立一个“红利实现者”基金的诱惑。但是，有很多专注于红利支付股票的基金可以选择，并且很适合在熊市中持有。例子是那些被晨星评为低风险的，出现在本章“熊市友好型基金”一节中表 7 中的“增长和收入”类别中的基金。

一个流行的股票指数，例如道一琼斯或标准普尔 500 的红利收益率能够告诉我们关于股价将来走向的什么信息？在牛市的顶部，这些关键指数的红利收益率将比指数在市场底部时要低很多。因此，红利收益率越低，你越接近于熊市。

一个公司只有两种方法把他的财富转移给其股票持有者：(1)支付红利；(2)做能够使股价上涨的事情，也被称为“创造资本利得”。当红利很高时，股票价格是低的，这意味着投资者对将来的资本利得持悲观态度。当红利较低、股价较高时，投资者对资本利得持乐观态度。因为投资者在市场顶部最乐观，在市场底部最悲观，红利收益率也是一个很有用的反向指标。

因为红利与债券及其他产生收入的投资工具相竞争，当利率升高或降低时红利的吸引力会变得更大或更小。回顾股票的真实红利收益率，回溯到 1900 年——也就是扣除通胀——我们得到这张有意思的图 12。注意什么时候红利是真实的高，而不是名义上的虚高。



数据来源：纳德·戴维斯研究。

图 12　道一琼斯指数的真实红利收益率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道一琼斯指数或标准普尔500指数有较高的"实际"红利收益率时，都是股票非常好的买入机会的信号。1918年就是这种情况，当时道一琼斯指数真实的红利收益率是慷慨的9%，或在1931年，当时真实的红利收益率更是令人惊讶的14%。在1931年，股票市场为拥有美国最好公司的股东支付14%的红利，且通胀率为0，谁会拒绝这样一个交易？

很多人不能拒绝，这也就是为什么美国在大萧条中期经历了巨大的牛市(1932～1937年)。如果同样的机会再次出现，不要错过，此后的60年中再也没有出现过这种机会，在此期间只有两次道一琼斯指数的真实红利收益率达到6%，对股票投资者而言这两个入市点都能非常好的盈利。

高的真实红利收益率是买入信号，但是低的真实红利收益率是卖出信号则没有令人信服的例子。一个曾经流行的公式"当道一琼斯指数的红利收益率跌破3.5%时卖出股票"，使它的实践者失败过两次：一次是20世纪50年代后期，当时在红利跌破标准后股价涨了4倍，20世纪90年代又发生了一次。

当道一琼斯指数的红利收益率在1987年中期跌入负的范围时，如果你逃离股票市场确实就避开了1987年10月的大崩盘。但是除非你以很及时的方式回到市场中(红利收益率没有给出明确的信号去这么做)，你将错过10年时间里道一琼斯指数涨到4倍。

更近时期的例子，如果你在道一琼斯指数真实红利收益率在1988年为负的时候抛弃了股票，你将错过道指上涨5 000点。

1997年，道指的红利收益率停滞在负数区域，同时运输指数的收益率达到历史最低点。鲍勃·普莱彻特，提出了这个小趣闻的人，把微薄的收益当作坚定看空的理由，并指出一年的红利还不能支付买卖标准普尔500指数中一般股票的平均佣金成本，并且这是在扣除通胀之前。

普莱彻特对那些选择支付1.6%红利的股票，而不选择没有风险每年支付6%的政府债券或支付4.5%的国债的投资者感到惊讶。埃里克·弗莱(Eric Fry)，一个管理着旧金山的赫尔国际(Holl International)的机智的资金管理者，与普莱彻特有同样的惊讶。弗莱把当前价格的股票视为是收藏品，像是久的熔岩灯、塑料战舰或是纪念烟灰缸，市场价格与这些东西的潜在价值没有任何关系。

目前，标准普尔500指数的真实红利收益率已经消失(今天的分红，扣



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除通胀，是－1％！)，普莱彻特、弗莱、吉姆·斯塔克和其他一些预警者已经被那些发誓红利不再有意义的专业观察家的合唱所淹没。这些专家宣称企业已经学会通过其他方式回馈股东，最常见是用额外的现金买回他们自己的股票。

这种回购，理论上是行得通的，缩小的股票供给会提高每股的盈利。股票价格因此会上涨，产生资本利得和账面盈利，那会超过红利消失所需的补偿。股东们是如此开心，他们忘记了红利。

对这个理论的怀疑者在拉里·特斯克(Larry Tisch)那里找到了共识，他是CBS和罗伊地产(Loew's Properties)以及其他一些资产的亿万富翁级的投资者。1997年，特斯克用证据说明股票回购是一种诡计和假象，这让吉姆·格兰特每年的看空者节日(格兰特每年举行一次看空者的聚会)上的听众感到惊讶。特斯克聚焦于微软公司来说明股票回购是如何运作的。

按照特斯克的说法，当微软在公开市场上回购数以百万计的股票的同时，通过股票期权的方式把这些股票奖励给内部员工，又增加了同样数量的股票。这样，公开回购的潜在好处，被在总部不很透明的股票期权授予方式所抵消。“增强股东价值”的战斗实际是一个增强内部员工价值的把戏。

当一个公司给予内部员工更多的期权、更少的薪水时(最近时期流行的方式)，间接地抬高了股价。通过降低薪水，公司也减少了开销，增加了收益。更高的收益使投资者愿意为股票支付更高的价格。当期权的接收者决定把他们的期权转换为实际的股票时，问题就出现了。这使更多的股票进入流通，从而降低每股盈利，使得股票吸引力下降。当足够多的重要员工卖出他们的股票来收获他们的奖励时，股价将下跌，推翻了之前提到的回购。投资者将希望公司发给他们红利，而不是把钱花在对他们没有好处的内部运作。

吉姆·斯塔克在等待下一轮熊市来使得红利重新获得应有的重要意义。要使标准普尔500指数回到其平均收益率，他说道，股票价格应该从今天的高水平下跌50％。

扑向下一轮牛市

熊市结束，股票正在恢复，但是买进哪些股票呢？不能期望那些使你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在熊市中损失最小的股票在下一轮牛市中带给你最大的收益。“防御性主题”——公用事业，软饮料，杂货店等——在不好的市场环境下表现稳定，但在自1996年以来的每一次恢复中都表现落后。公用事业在早期阶段表现特别落后，钢铁、汽车制造、建筑、木材加工以及其他“周期性”[1]股票表现领先。

随着消费者重新获得信心，他们前往汽车销售陈列厅、家用设备商店和新的分店。大额消费品(汽车、住房、冰箱)的销售上升给冶炼、锻造和矿石开采行业带来商机。卡车、铁路和航空业随着订单的上升而繁荣。广告商发布更多广告，报纸卖出更多广告版面，电视台卖出更多时间。这些行业(广告、广播和货物运输)在自第二次世界大战以来的9次衰退之后都是明星行业。

买入周期性企业的最佳时间是在专家使他们自已相信经济已经确实复苏之前。因为在一个熊市过程中，当经济的心电图还是平缓的、悲观者比比皆是的情况下，需要很大的勇气去投资于钢铁企业或房屋建筑企业。1990年的衰退之后2年，经济学家对经济复苏仍表示怀疑。但是随着大型机构抢在人群前面先期开始购买周期性股票，你也必须这样做以获得一个合适的价格。

“随着新一轮牛市的开始，”马蒂·泽维格说道，“经济落后6个月或者更多，企业盈利更坏的结果通常还会出现。”等待经济学家在报纸上逐步明确的经济复苏的明显证据，你很可能会错过最佳的盈利机会。一个上升的股票市场已经100%地“预测”了自第二次世界大战以来的历次经济复苏——这是任何其他方式都没有做到的。

如果你正在考虑买入具体的股票(而不是共同基金)，前一轮牛市中最大的赢家不大可能是新一轮牛市中的大赢家。“买入那些已经使你富有的股票”的魅力不容易被忘记，但是如果你能够的话尽力去忘掉它们。“避开昨天的情人”是华尔街一个值得牢记的座右铭。

在钢铁企业悄悄取代其角色之前，炼铜企业是20世纪早期的昨日情人。原油开采企业一直到1919年熊市前都很辉煌，之后就碌碌无为。美国无线电公司(Radio Corporation of America，RCA)到1929年前是一个

[1] 一个“周期性”(Cyclicals)公司是在经济走强时运行较好，在经济走弱时运行较差的公司。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大的赢家，但在1932年的反弹及之后都是普普通通。20世纪30年代的明星——飞利浦·莫里斯、西部汽车和可口可乐到20世纪40～50年代成为过气的明星。20世纪60年代表现活跃的股票在随后的熊市之后再也没有恢复它们潇洒的活力。

"昨日情人"在一轮熊市损失之后的复苏中会经历困难时间有心理学上的原因。它在上一轮牛市中吸引了大量的追随者，买入者为拥有它逐步支付了越来越离谱的价格。在下跌过程中，那些拥有者逐渐变得越来越厌恶该股票。他们对自己发誓，一旦在上涨过程中达到盈亏平衡点就卖出这些可爱的损失者。这样一来，当股价上涨时，所有的昨日情人都必须逆着强大的卖出潮流而上，那些持有者以他们买入时同样的价格在卖出。盈亏平衡的卖出能够在几年的时间当中阻碍股价上涨，即使企业本身已经步入繁荣。

"昨日情人"综合症解释了为什么较小的和较不知名的股票，在最近一次牛市中会比那些较好地建立品牌的股票的收益要高。小公司是市场的新进入者，它们太年轻太模糊，在前一次熊市中还没有使大量的投资者感到失望。由于没有在过去持有他们的失望经历，它们能够毫无阻拦地经历上涨，像威廉·奥尼尔所描述的那样：

后面3到4年中(熊市之后)最伟大的机会将会一个接一个地出现。这些新的领涨者将会设定新的基础，从那里它们将上涨5到10倍……只要市场翻转，它们将开始一左一右的上涨。这绝对是那些被吓到的人的最坏时光。

很多最近才成为上市公司的股票将脱颖而出。在所有的股票价格中，寻找那些价格很低，但是盈利在上升的企业……或许是过去两年盈利为50%～100%。它们的新产品销售很好，但多数人还没有听说过这些公司，它们将是你的新领涨者。

奥尼尔说这些新的领涨股票将上涨很快，是因为那些已经做了充分功课的大型机构投资者投资于未来成功故事的动作非常快。一旦他们相信熊市已经结束，机构投资者进入并购买数以百万计的股票。例如，在1990年，思科在股市脱离萨达姆·侯赛因的熊市拥抱后的一周中上涨了9%。从那时开始，思科在7年中涨了100倍。

如果过去的表现有一定意义的话，你将能够通过在下一次熊市结束时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

转换到小型股或小型股共同基金来增强你投资组合的表现。也被称为“小盘”或“二线”股，小型股在自1932年以来的每一次新的牛市开始阶段都超越了大盘股。具有远见的猎人在它们很便宜的时候会买入这些年轻、快速增长的企业，希望它们变为下一个微软或沃尔玛。

股价在前一次下跌中跌幅越大，小盘股在反弹表现越好，在1973～1974年，小盘股欢欣无比，比7年中的底部翻倍还多(同期道一琼斯指数下跌了10%)。一个名叫林奇的富达基金的年轻基金经理自己也欢欣无比，他用被其他基金经理所排斥的小盘股构造了自己的投资组合。其他基金经理在购买昨天所普遍持有的股票，而林奇则在购买明天的股票。

小盘股在股市走出萨达姆·侯赛因在1990年造成的熊市时，收益超过了大盘股，真实的出现过。罗素2 000指数(另一个小盘股的代表性指数)在1991～1992年上涨远远超过标准普尔500指数。小盘股保持它们的优势一直到20世纪90年代中期。直到那时，大盘股才取代小盘股成为领涨股。

小盘股的优势通常持续几年时间，或者直到小盘股相比大盘股价格高估，那些善于捡便宜货以很低价格买入的猎手开始卖出获利时为止。感觉到好时间即将过去时，谨慎的投资者把他们的资金投资于适时的公司，他们有稳定盈利的记录和已经证明的抵御经济波动的能力。很快，小盘股将停止上涨，大盘股将继续缓慢地上升，逐渐进入下一次熊市的怀抱。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章　我的共同基金将挽救我，以及其他谬论

共同的烦恼

你是否相信共同基金能够抵御熊市？虔诚的共同基金投资者是这么认为的。标准的套话是这么说的，“以今天的高价买入股票可能有风险，但是在股票型共同基金中你不会损失很大。基金经理们非常聪明，不会出现无法控制型的下跌，至少我的基金是这样的。这个基金的经理非常有智慧，在 7 年中他已经把我的钱变成 3 倍”。

在美国最近一次牛市中，投资者们智慧的基金经理把他们的钱变成了 3 倍，导致人们广泛相信基金经理不会做错事。同时，股票型共同基金不断增发和发行，创造了数以千计成为明星的机会。股票型共同基金的数量超过了在纽约证券交易所挂牌交易的股票的数量（4 200只基金，2 907只股票！），股票型共同基金的数量增加远远快于股票的数量——机构投资者控制了一切，不会让熊市的发生有一丝机会。

毕竟，婴儿潮中出生的人要继续不断地把钱投入到股票型共同基金中去来为他们的退休作准备；配置这些资金的巨大的基金行业是市场中一个新的因素，成为市场稳定器并保持价格高涨；与那些曾经通过变幻无常的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖出而导致熊市的容易激动的业余投资者相比，这个行业所雇佣的专业投资者也确实是更不容易恐慌。所以当共同基金就是市场的时候，市场怎么会失败?

吉姆·斯塔克，我们来自西部的怀疑论者，曾经完成了一个“共同基金现实检验”，这个检验给以上的推理过程带来疑点。他愿意在这里免费地重复他曾经告诉给他的订阅者的话：股票型共同基金不能会阻止下一轮熊市，就像它们没能阻止20世纪最大的两次熊市一样。

斯塔克在两个时间段中发现了“完全似曾相识”的情况，当时共同基金广泛流行：20世纪20年代和60年代。比这更早的狂热没有记录也没有留下记忆，但是斯塔克的研究发现了曾经发生的有说服力的证据。一个可靠的数据来源报告有450个投资信托（那时基金被如此称呼）在20世纪20年代吸收了30亿美元的公众资金。

显然，这些信托在1922年“像野火燎原一样流行”，并持续地扩张。为满足需求，新的信托出现得如此之快，以至于到1928年，《周六晚报》(*Saturday Evening Post*)观察到：“几乎不可能找到足够多的有经验的操盘手。”那个时代的历史学家进一步揶揄道：“市场推广人员在寻找一个有别于其他基金的个性化基金名称时碰到了一些困难。”

那些让大量信托持有人心动的说法对现代的基金持有人而言听上去很耳熟。人们认为专业的投资管理人能够避开熊市。对于那些可能不愿意自己挑选股票——太具风险——而愿意在基金中组合持有股票的人来讲，“这些信托扮演着防御市场冲击的巨大的缓冲垫的角色”，《展望和独立》(*The Outlook & Independent*)杂志(1929年9月18日)的一个财经作者如此感叹，“这种影响，这种持久保留的恐怖的资源带给市场一个内部的支持力，这在过去的日子中从来也没有过。”

这个说法在1929年底时听上去非常空洞，到1932年就更加虚无缥缈，当时的投资信托很明显在大萧条时期没有提供任何内部的支持力，相反更像是有助于加速下跌。那些信托自己也缺乏支持力，随着市场一起下沉，并且其中的大多数再也没有重新浮出水面。他们的剩余资产被其客户作为他们损失的纪念而瓜分。

一旦这些共同基金的先驱者证实他们不能在下跌中保护客户的资产，更不能阻止市场下跌，基金行业不再受到欢迎，这种情形持续了30年。1940年，只有古怪的人才会购买股票型共同基金，并且不会有超过300 000



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个的"古怪者"这么做了。直到 20 世纪 60 年代——直到那时，投资信托的惨败才从公众的记忆中淡忘——基金才作为一个令人兴奋的新概念被重新引入，它能够免去拥有股票的混乱、烦恼和危险。

20 世纪 60 年代早期，300 万美国人购买基金份额。到 1969 年，人数达到了1 000万，或者每 4 个成年人中就有 1 个。基金被像真空吸尘器或者百科全书一样挨家挨户沿街叫卖，推销者包括下班后的学校的老师、鞋子的销售员和工程师。第二职业的销售团队帮助行业获得了将近6 000万美元的资产，基金的数量几乎翻一番，从 1965 年的 150 只到 1970 年的 350 只。

"几乎以购买基金一样快的速度，其他美国人在发起基金"，在证券监管委员会工作的所罗门·弗里德曼(Solomon Freedman)观察到。代理机构没有一个明确的数字，"我们如此之忙，没有办法让 5 个分支机构去找出究竟有多少家。"弗里德曼告诉《杜恩评论》(*Dun's Review*，1969 年 6 月)的一个记者。

耀眼的格里·泰(Gerry Tsai)在 1966 年离开富达基金，单枪匹马发行了曼哈顿基金。本来希望募集2 500万美元的资金，泰最终吸引了 10 倍的认购资金。为表示对泰的买入策略(买入有美好未来，但缺乏当期收入的高科技公司)的敬意，曼哈顿基金被贴上"探戈基金"的标签。1967 年，他的基金获得了 39%的收益，在同一类别的所有竞争者中为最佳。

"投资没有什么神秘，"泰告诉《新闻周刊》。"看，我其实非常保守。和探戈没有什么关系。那些都是骗人的假话。"

美特斯投资基金(Mates Investment Fund)的弗拉德·美特斯(Fred Mates)超越了泰，在 1968 年获得 153%的收益，他和泰的一样，轻而易举地筹到了新的资金。威廉·奥尼尔，《投资者财经日报》的创办人，在那个激进年代也有自己的热点追逐基金。更加聪明的奥尼尔有足够的远见，看到了计算机行业的未来。他安装了一套计算机系统——在那时是一个新奇的东西——来跟踪盈利增长、价格和交易量以及2 000只不同股票的相对强弱。"计算机为我们做了筛选股票的 80%的工作量，"奥尼尔在 1968 年 12 月告诉《福布斯》杂志，"他们正准备用计算机把人送上月球，而股票市场没有那么复杂。"奥尼尔的计算机看上去很有效——基金持有人在 1968 年一年获得了 100%的收益。

在奥尼尔安装数据库的同时，共同基金和相关的机构持有了纽约证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易所挂牌股票的三分之一，买卖交易量也占到了三分之一。除了证监会的少数担忧者外，没有任何人为此担忧。证监会的担忧者确实看到了危险："很多股票的市场价格会被一个基金经理的决策严重地影响。"

如果泰、美特斯、奥尼尔和其他人继续买入就没有这个危险，但是某一天他们可能会决定开始卖出。一组大规模的基金卖出他们重仓持有的股票——这足够摧毁市场么？如果一般的投资者也如此认为，他们的恐惧会被专业的评论员传递给其他人。

"这些基金还通过现金储备来得到增强，"《福布斯》在 1968 年 9 月 15 日的文章中再次打消读者的疑虑，"今年到目前为止，他们平均每个月从公众那里获得超过 2 亿美元的新资金。基于这个理由，他们能够很多个月持续比卖出股票更多地买入股票，并以足够高的比率来保持整体价格向上运动或至少远离严重的麻烦。"

"当然，理论上市场任何快速陡峭的下跌都会被共同基金提供的缓冲垫所减缓，因为共同基金会被所有价格便宜的股票所吸引，立刻开始买入，从而支持整个市场。"1968 年 9 月的《杜恩评论》附和到。

这些愉快的声明在 1969～1970 年的熊市以悲剧告终。显然，共同基金不能支撑起整个股市，甚至不能支撑起市场的一部分。在伯格通讯(*Pogo's advice*)的一个明显的例子中，"我们已经遇到敌人，那就是我们自己"，接受基金作为最安全致富手段的投资者通过退出基金到安全的现金资产中去而扰乱了这个过程。为了满足这些赎回所需要的资金，基金经理被迫——往往与他们更好的判断相反——把他们喜欢的股票以甩卖的价格放到拍卖台上。一个再聪明的基金管理人也不能保护那些坚持持有基金的客户免受其他客户赎回基金所造成的损失。如果你是一个长期持有者，当你所持有的共同基金成为不利趋势下的一个短期卖出者时，这意味着什么呢？

从探戈激进基金那里得到的很快就失去了。他们统一的卖出使得价格变得更低。当奥尼尔不能证实这个的时候——"那是很久以前了，"他说——记录显示他的基金在 1969～1970 年的一次熊市中损失了 54%。泰的基金下跌了 57%，美特斯的基金下跌 77%。当基金持有人为他们的组合感到伤心的时候，《福布斯》回答了自己带有修饰色彩的问题：

"对于那些共同基金能够阻止任何熊市的骄傲和自豪的宣言，事实上发生了什么？作为头脑冷静的人，长期机构投资者是否能进入市场，在其



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他人痛苦地卖出时买入股票?”

“这些基金不得不在下跌的市场中卖出股票以获得现金。他们加剧了市场的下跌而不是阻止它。”

股票在 1970 年 5 月触底。像泰和美特斯这样的基金经理正坐在他们卖出股票所得的一堆现金旁边——要么是在期望价格下降的更低,要么是在想怎么应对下一轮可能会发生的赎回。灰心丧气的美特斯要求证监会允许他暂停所有的赎回——这实际上是在强迫他的客户持有基金。证监会拒绝了他的请求,赎回的威胁始终笼罩在他们头顶,以至于这些基金无法利用股票价格曾经很低的优势。

业余的股票筛选者在构筑自己的投资组合时,比专业的基金经理有更高的灵活性。业余投资者不用被迫在让人沮丧的价格卖出股票来募集现金。他们也不用被迫坐在现金旁边而错过买入时机。他们能够参与到始于 1970 年夏天的反弹前遍地便宜货的阶段。而许多基金不得不放弃这个机会。

基金不会热衷于买入股票,直到他们确信赎回已经停止,而到那时,上涨已经过半了。他们以逐步更高的价格继续买入,直到进入下一轮残酷的熊市。1973～1974 年,这轮熊市紧跟第一轮熊市的步伐,这是基金行业一段凄凉的时期,他们的客户损失金钱并失去信心,基金失去了他们的信用,正如在 20 世纪 30 年代的投资信托那样。

奥尼尔卖出了他的生意,与林肯国际生命(Lincoln National Life)合并。美特斯基金被迫解散,其他一些发起于 20 世纪 60 年代的著名基金到 1974 年也消失了。全国范围内的基金资产下降了三分之一。“与五年前看上去无限的繁荣相反,今天人们相信如果基金行业想要从根本上生存下去,必须做出巨大的变化。”《商业周刊》悲伤地感叹道。

针对大量聚集在一起的不满的客户,《福布斯》在 1974 年说道:“与这些人随便聊聊,你很快就会理解为什么他们对基金比对股票更伤心。他们总是认为股票是一场赌博,而共同基金是一项投资。关键点是共同基金的安全性。他们大致是这么想的。”

《福布斯》引用了来自俄勒冈州波特兰附近一个不知名小镇的一名寡妇的话。“不,再也不了,”寡妇抱怨到,“当我购买我的共同基金时,我付出了它们目前价值的三倍的价钱。这将花费我 20 年的时间来达到盈亏平衡。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经过整整8年，从1974～1982年，相比流入，有更多的资金流出基金。即使是彼得·林奇表现优异的富达·麦哲伦基金也碰到吸引客户的难题。那些更少有优异记录的星星点点的基金（意味着大多数）的持有者在等待每月的报表，一旦显示达到盈亏平衡点后他们就会卖出持有的基金。持续的赎回对道—琼斯和其他指数形成向下拉力，导致10年间没有稳定的平衡。

当股价在1982开始起飞时，股票型共同基金仍然没有获得青睐。新开发的货币市场基金获得了公众的喜爱，得到投资资金的最大份额。当你能够从低风险的货币市场获得一定的收益率时，为什么要和不可信赖的股票型基金经理一起承担可能损失的风险？许多人选择货币市场，当时流行的观点促使他们选择这一新的现金形式。不过不流行的选择——股票——被证明是胜利者。

到1987年，道—琼斯指数几乎是1982年底部时的3倍。然后是股票大崩盘。股市的崩盘带来了一个靠不住的结果，股票型共同基金重新获得人们的青睐。那些早些年间厌恶基金概念，选择自己亲手投资的人们被股市的崩盘所伤害，转而寻求专家帮助。资金从家庭投资组合中流出，进入专家管理的账户，股票型共同基金进入他们的第三次鼎盛时期——20世纪90年代。

德怀特·艾森豪威尔总统曾经说过："事物与它们以前相比更像是它们现在的样子。"20世纪90年代的股票型基金就是这样。他们的数量更多——至少有4 200只，分为至少30类。基金最初是为了解决选股的困惑，现在有基金的基金来解决选择基金的困惑。趋势投资基金更像是探戈激进基金。格里·泰由格里特·范·瓦格纳（Garrett Van Wagoner）扮演，弗莱德·美特斯由路易斯·纳福利尔（Louis Navellier）代替。1992年，威廉·奥尼尔设立了一个新的美国共同基金，与他在20世纪60年代的版本非常相似，1997年他卖掉了这个基金。

20世纪60年代的证监会专找麻烦的人将会对今天基金行业的规模感到更加不安。目前有价值2万亿美元的股票由美国的股票型共同基金所持有。富达·麦哲伦基金自身净值就达到550亿美元。基金行业和最受欢迎的那些基金的规模给人们带来舒适感，他们认为这些基金如此之大，以至于不可能失败。吉姆·斯塔克恰恰相反，认为他们太大，以至于不可能不失败。他想知道，"当他们开始卖出的时候，他们能卖给谁呢？"



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他承认这些基金不会被迫卖出，除非基金持有人决定赎回他们的资金，但是历史表明大规模的赎回并非不会发生。与过去必须通过发出信函来退出基金相比，现在赎回资金更加容易。今天，你可以通过电话退出基金。而在过去，你可能会犹豫是否退出基金，失去基金申购费。今天，因为那些费用被取消或减免，再没有可以犹豫的理由。同时，基金所持有的现金达到了 20 年来的最低水平。

威廉·奥尼尔坚持认为基金是为了持有而不是卖出的，即使他是对的，但是就像在个别股票上，如果在错误的时间买入基金，在获得利润前你可能会面临很长时间的等待。有时候，基金再也不回到你的买入点。

一个最普遍的基金的下跌风险的证据出现在《奇普林格个人金融》(*Kiplinger's Personal Finance*)杂志 1993 年 8 月的问题和回答页面上，值得我们进一步思考。

读者问："我在 1971 年投资了 500 美元于一个无申购费投资指标基金。基金的总裁是查理斯·思科瓦波(Charles Schwab)。我的份额现在还有价值么?"

回答："它们现在价值不多。你现在拥有 39 份美国遗产基金(American Heritage Fund)，如果赎回你可以获得大约 55 美元……"

原因是思科瓦波(著名的思科瓦波)把他的基金卖给了另一个基金，就像奥尼尔做的那样。而这家基金持续地亏损，直到 1993 年与美国遗产基金合并。到目前为止，根据奇普林格的资料，如果那个读者的基金没有赎回的话他的初始的 500 美元缩水到 6.72 美元。

股票型基金不会启动一轮熊市，但是如果熊市来临，不要希望一个聪明的基金经理能够挽救你。基金经理不能，山姆大叔也不能，尽管很多人在这一点上被误导。在 1996 年的一次罗·哈里斯普查中，有超过 20%的反馈者坚信他们的股票型基金由美国政府担保是不会损失的。祝那些募集到这些资金的人好运。

熊市友好型基金

在前面章节所描述的环境下，你基本不可能希望一个标准的股票型基金在熊市中能提供多少保护。但这并不意味着你在拥有一个基金时就远

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

离了幸运，当你感到熊市将要来临时你有三个选择：

1. 你可以退出你的股票型基金，转换为债券或现金，在后来价格更低点再次进入那个基金。为了从这个转换中获利，你必须在高点卖出，在低点买入，这需要英明的判断或者很走运的时间点。

2. 你可以继续持有你的基金，在下跌时不卖出，持有到价格反弹。在反弹中表现最好的(例如新兴市场增长基金)通常在回调中下跌最快，因此持有他们渡过最坏的时间需要对他们长期的走向有很大的信心。

3. 你可以购买熊市保护基金，从最容易受伤害类型的基金中退出(例如增长型基金)，进入防御型基金阵营。在熊市中限制损失的基金在牛市中留下反应迟钝的印象，因此你很难在任何获胜者的名单中找到它们，比如 1990～1997 年的获胜者名单。但是这些基金就是在那些最值得受注意的时点被轻视，即在市场的顶部，那时它们可以为很多人节省很多钱。

防御型基金可以按很多种方式分类。这一章描述一些候选对象：(1)由守旧者管理的基金，他们看到过最坏的情景，(2)平衡型基金，(3)红利基金，(4)资产配置基金，(5)增长和收入型基金，(6)价值型基金，(7)公用事业基金，(8)可以卖空的基金，(9)对冲基金。

除了守旧者基金(作者发明的说法)和对冲基金(不能被算作共同基金，因为不是每个人都可以购买)外，所有基金都在晨星出版的关于共同基金指引的行业客户报告中按类别列示。这个非常好的资料每个月更新两次，在各地的图书馆都可以找到。它给出了上千只基金的所有重要细节：他们持有什么股票、基金经理是谁、盈利、损失、竞争对手中的排名。如果没有消费者报告你就无法购买电视或是烤面包机，那么为什么会在没有向晨星咨询前就买入一只基金呢?

晨星根据历史表现给每一个基金一个风险评级。你知道你已经拥有的基金的风险级别么？如果不知道，你可能想查找出来(见表 7)。这个表很容易理解。评级为“1”的基金在所有基金中承担了平均水平的风险；评级大于“1”表示承担更多风险，小于“1”，风险更小。

表 7　　晨星低风险基金

基金名称	3 年风险
公用事业(Utilities)	
UAM SAMI 优先股收入(UAM SAMI Preferred Stock Income)	0.11
普特那姆公用事业增长和收入 A(Putnam Utility Growth & Inc A)	0.37

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

基金名称	3 年风险
普特那姆公用事业增长和收入 B(Putnam Utility Growth & Inc B)	0.39
MFS 公用事业 A(MFS Utilities A)	0.43
汉考克共有事业 A(Hancock Utilities A)	0.44
反向策略基金(Contrarian Funds)	
第一全球反向策略基金(ONE Fund Global Contrarian)	0.39
FBP 反向策略平衡(FBP Contrarian Balanced)	0.55
FBP 反向策略股票(FBP Contrarian Equity)	0.63
坎普尔反向策略 A(Kemper Contrarian A)	0.85
富达反向策略基金(Fidelity Contrafund)	0.87
洛玻斯通・斯蒂芬反向策略(Robertson Stephens Contrarian)	1.12
资产配置基金(Asset Allocation)	
盖贝里 ABC(Gabelli ABC)	0.08
麦克斯收入(Maxus Income)	0.22
美林资产收入 A(Merrill Lynch Asset Income A)	0.23
美林资产收入 D(Merrill Lynch Asset Income D)	0.23
美林资产收入 B(Merrill Lynch Asset Income B)	0.24
小盘价值(Small Cap Value)	
罗斯完全收益(Royce Total Return)	0.20
长青小盘股股票收入 Y(Evergreen Small Cap Eq Inc Y)	0.33
FBL 管理(FEL Managed)	0.39
德拉菲尔德(Delafield)	0.41
威尔斯海尔小盘价值投资目标(Wilshire Target Small Value Inv)	0.49
中盘价值(Mid Cap Value)	
美国世纪股票收入投资(American Century Equity Income Inv)	0.40
派格萨斯内在价值 A(Pegasus Intrinsic Value A)	0.40
派格萨斯内在价值 I(Pegasus Intrinsic Value I)	0.40
兹维格增值 A(Zweig Appreciation A)	0.50
莱特精选蓝筹股票(Wright Selected Blue Chip Equity)	0.51
大盘价值(Large Cap Value)	
范特拜耳美国价值(Vontobel U. S. Value)	0.35
摩尼特股票收入信托(Monitor Income-Equity Trust)	0.44
斯密斯巴内完全收益升值 A(Smith Barney Premium Total Return A)	0.44
基本收入(Primary Income)	0.45
斯密斯巴内完全收益升值 B(Smith Barney Premium Total Return B)	0.45
股票收入(Equity Income)	
资本收入构建者(Capital Income Builder)	0.35
美国世纪股票收入投资(American Century Equity Inc Inv)	0.40
夏特兰价值增加(Heartland Value Plus)	0.43
摩尼特股票收入信托(Monitor Income-Equity Trust)	0.44
斯密斯巴内完全收益升值 A(Smith Barney Premium Total Return A)	0.44
平衡基金(Balanced Funds)	
UAM FPA 新月机构(UAM FPA Crescent Institutional)	0.24
瑞格雷厄姆平衡(Rea-Graham Balanced)	0.25

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

基金名称	3 年风险
诺维斯特优势策略收入 I(Norwest Advant Strategic Income I)	0. 29
高盛平衡 A(Goldman Sachs Balanced A)	0. 34
长青美国退休 Y(Evergreen American Retirement Y)	0. 35
可卖空基金(Funds that sell short)	
凯德威尔和奥金市场机会(Caldwell & Orkin Market Opportunity)	0. 33
卡尔福特策略增长 A(Calvert Strategic Growth A)	2. 35
康斯托克合伙人策略 O(Comstock Partners Strategy O)	0. 72
克拉伯胡森特别增值(Crabbe Huson Special Prim)	1. 15
德莱弗斯第一价值 A (Dreyfus Premier Value A)	0. 97
增长和收入(Growth & Income)	
入门指数增值(Gateway Index Plus)	0. 29
T 荣威价格资本增值(T. Rowe Price Capital Appreciation)	0. 31
范特贝尔美国价值(Vontobel U. S. Value)	0. 35
T 荣威价格分红增长(T. Rowe Price Dividend Growth)	0. 39
捐赠基金(Endowments)	0. 48

资料来源：晨星。

运用风险评级，你可以通过投资于低风险类别中的低风险基金来在熊市的损失中获得双重保护。顺便要提到的是，通过晨星所给予的类别你无法总是能清晰地辨别一个基金的策略。例如，投资于那些不受关注的有分红的公司的基金可能会出现在价值型类别当中，尽管它可以被简单地归类于股票收入类别。这些区分存在某种程度的随意性，也不是很确切。

无论什么类别，本书后续页中列示的基金在写到这里时都在晨星的数据库中获得了最低风险评级。下面的文字中给出了"表现杰出的例子"——那些不仅风险很低提供了很强的熊市抗跌性，而且还有其他有益属性的基金——的名称和描述。一些表现特别不寻常的基金，例如麦克·价格共同基金(Michael Price's Mutual Shares)等被省略了，因为他们已经不再对新的投资者开放。

你会注意到许多基金有同样的名称，后面跟着 A、B 或 C。这个字母代表基金持有人需要支付不同的申购费和管理费，而在其他方面，你将得到同样的组合和同一个基金经理。



由那些见到过最坏情形的守旧者所管理的基金

还有谁会比经历过熊市的操作者更适合管理保护你的资金通过混战的市场的人吗？寻找这样的一个人是一个挑战，牛市持续的时间越长，越

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

少来自以前熊市的有经验老兵留下来应对下一轮熊市。涉足于 1969～1971 年和 1973～1974 年股市溃退的积极管理基金经理的名单已经一年比一年短。今天的股票基金中创建时间早于 1973 年的不超过 500 个，只有 36 个基金保留了同一个基金经理。

有一组守旧者值得提及。一个是马蒂·泽维格，泽维格在 20 世纪 70 年代早期培养了对熊市一生的尊重，并在之后的波动市场中保护了其客户的资产。他最受欢迎的基金，泽维格策略基金（Zweig Strategy Fund），在 1990 年的熊市中表现很稳定。泽维格系列的其他基金被设计为在下跌中超越市场，因为泽维格会减少头寸转入现金。泽维格完全收益（Zweig Return）和泽维格基金（Zweig Fund）在纽约证券交易所挂牌交易。其他从泽维格体系中能够直接购买的基金包括泽维格管理资产（Zweig Managed，全球股票和债券）、泽维格增长和收入（Zweig Growth and Income）。

另一个是沙尔白·戴维斯（Shelby Davis），纽约风险（New York Venture）和精选美国股票基金（Selected American Shares）的基金经理，最近将控制权交给了他的儿子查理斯（Chris），但是沙尔白仍然作为首席投资总监看护着查理斯。像泽维格一样，老戴维斯通过痛苦的方法领会了熊市，在 20 世纪 70 年代早期损失巨大。自那以后，戴维斯用价值型股票构筑投资组合，与他们的增长率相比那些股票以较低的价格出售，这应该有助于缓解下跌风险。

平衡基金

平衡型基金按照一个固定的组合比率拥有股票、债券和现金（短期国债）。基金经理可以时不常地改变这个比率，但通常他会保持同样的比率不变。

杰出的例子

UAM FPA 新月基金（UAM FPA Crescent）。它不是那种由平庸的股票和高评级的债券组合而成的一般的均衡基金。这里，基金经理斯蒂文·罗米克（Steven Romick）把按照私募市场价值进行交易还有折扣的小盘股，与提供高收益并且信用等级在提高中的低评级债券相组合。罗米克在挑选股票和债券上的诀窍带给他很极好的风险评级和非常令人愉快的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卡利良资本(Carillon Capital)。卡利良资本不在晨星风险评级的前10名中，但是它的成绩离胜利者不远，晨星称之为“几乎按照各种指标都是波动性最小的国内混合基金”。尽管持有较多的现金，卡利良自1990年以来提供的年收益率为11%。

“乔治·卡卢卡斯(George Clucas)是(这群人中)最厌恶风险的基金经理之一”，晨星说到。对于卡卢卡斯而言，一个理想的组合是三分之二的股票，三分之一的债券和少量现金，但在近些年中，他在股票部分仓位较轻，因为他认为股票被高估了。

1990年的小幅亏损是卡利良10年来的惟一一次亏损。按照今天的价格，它在任何能够收集的资本利得上产生了3.8%的收益。

以分红为导向的基金(股票收入)

在熊市中分红的优势的详细分析，参见第五章“正在消失的分红”一节。晨星的股票收入类别中列示的基金至少将65%的资产投资于支付红利的公司。

杰出的例子

夏特兰价值增加(Heatland Value Plus)。这个不寻常的基金在以折扣的价格买入小盘股，使其成为一个价值投资者。它也是一个红利投资者，因为投资组合中20%的小盘股支付红利，这在小盘股板块中是很少见的。基金经理通常通过企业债券提高收益率来增加稳定性，用小盘股红利来增强基金的稳定性确实是匪夷所思。

美国世纪股票收入(American Century Equity Income)。“一个风险厌恶型投资者的天堂，”晨星如此评论，“尽管基金还太年轻，没有经历过熊市的考验，但它在市场近期的起伏中的表现让人受到鼓舞。”在道一琼斯指数下跌10%的调整中它的资产仅损失了5%。

美国世纪基金通过公用事业股票获得了很好的收益。基金经理卓有成效的工作找到了那些提供超过平均水平收益且市盈率低于平均水平的公司。



资产配置基金，也称为灵活配置基金

类似于平衡型基金，这类基金拥有股票、债券和现金的组合——但是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个组合的比例可以变化并且经常发生变化。某些基金会通过计算机进行资产配置，另外一些则依赖于人工进行配置。

麦克·里皮(Michael Lipper)的咨询公司，按照晨星的方式跟踪基金表现，已经确定灵活配置基金在3次著名的熊市中表现最佳：1981～1982年、1987年的大崩盘和1990年。一些基金确实赚钱了。一个很特别的基金IAA信托(IAA Trust)在三次熊市中都上涨。表8列示了一些资产配置基金名字。

表8　　灵活配置组合(资产配置)基金

1981～1982年熊市		
基金名称	1981年4月30日～1982年7月31日总收益率	风险
IAA信托资产配置(IAA Trust Asset Allocation)	10.98	1
美林资本(Merrill Capital)	−6.59	2
富兰克林资产配置(Franklin Asset Allocation)	−9.17	3
斯塔恩 罗伊平衡(Stein Roe Balanced)	−11.82	4
菲尼克斯·斯特拉特配置(Phoenix Strat Allocation)	−13.11	5
通用证券(General Securities)	−13.74	6
1987年大崩盘		
基金名称	1987年8月27日～1987年10月22日总收益率	风险
正确时机：蓝筹股基金(Rightime: Blue Chip Fund)	0.72	1
公共马车资产配置(Stagecoach Asset Allocation)	0.38	2
IAA信托资产配置(IAA Trust Asset Allocation)	−3.79	4
强势资产配置(Strong Asset Allocation)	−8.58	5
1990年熊市		
基金名称	1990年7月19日～1990年10月11日总收益率	风险
IAA信托资产配置(IAA Trust Asset Allocation)	0.89	1
FBL系列(FBL Series)	0.80	2
SCM组合基金(SCM Portfolio Fund)	0.20	3
强势资产配置(Strong Asset Allocation)	−1.56	4
公共马车资产配置(Stagecoach Asset Allocation)	−2.58	5

数据来源：里皮分析服务公司。

杰出的例子

美林资产收入(Merrill Lynch Asset Income)。1994年设立，大约保持60%的资产配置在债券上，剩余部分在股票和货币市场上分配。拥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有部分外国股票，但是投资组合中的大部分是总部在美国的。在这本书将要出版时(1997～1998年)，基金年收益率为4.3%。

价值线资产配置基金(The Value Line Asset Allocation Fund)。它不处于晨星评级的前10名，但是基金的管理团队采取了低风险的姿态。自1993年以来，尽管同时被大量供给的债券和现金压低，该基金的表现还是能与标准普尔500指数保持一致。基金经理保守地进行资产配置：55%左右在股票，35%在债券，剩余的是现金。股票部分被投资于快速增长的小型企业，这些企业有很强的盈利能力和价格上涨势头；债券和现金减少了投资于这类企业的风险。后来，投资组合看多市场，65%的资产配置于股票。

增长和收入基金

这类基金其他方面都与股票收入基金类似，只是它投资在具有高增长表现且支付红利的公司。红利部分在熊市时有利于缓解损失。在1973～1974年，当纯增长型基金平均损失46.4%时，较平庸的增长和收入基金损失了29.9%。

杰出的例子

T.荣威价格资本增值(T. Rowe Price Capital Appreciation)。大多数此类基金至少投资60%于股票，这只基金相对保守地只投资50%于股票。剩余的资金被投资于债券和现金。根据晨星研究报告，基金经理理查德·霍华德(Richard Howard)的“价值导向”在下跌市场中保护了客户，同时他相对较低的固定收益头寸避免了投资组合对利率过于敏感。

T.荣威价格红利增长(T. Rowe Price Dividend Growth)。基金经理威廉·斯特拉姆伯格(William Stromberg)最近抛弃了较高价的持有股票，转向中盘价值股。在一个典型的换仓中，他卖出了通用电气的股票，买入特立马斯(Trimas)，因为特立马斯以一半的价格却提供了更高的收益增长。直到最近，基金以更低的风险保持了与标准普尔500指数一样的盈利水平。



价值基金

价值基金持有这类公司的股票：较低的市盈率，与公司账面价值相比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

较低的价格。换句话说，就是相对那些具有较高市盈率的高增长公司而言较便宜的股票。

晨星把价值基金阵营分为3类：购买大型公司的基金（大盘股），购买中型公司的基金（中盘股），购买小型公司的基金（小盘股）。如前面提到的，小盘价值股在历史上的熊市中表现很好。那么夏特兰价值增加基金在股票收入类基金中风险很低就没什么好惊讶的，它也是一个价值基金，可以被包括在这里。

杰出的例子

罗斯完全收益（Royce Total Return）。查理斯·罗斯（Charles Royce）管理很多低风险的基金，他认为这个是最安全的。自从1993年开始运作以来，完全收益基金经历过一次季度损失。投资组合由支付红利的小盘股组成，这是历史上有效的熊市防御公式。一个支付红利的小型公司已经有了良好的财务雏形，或者是它还没能找到更多的增长机会。通过在这类股票上筛选，罗斯避免了未来更大的不确定性。

因为最近和罗斯的另一个基金合并，完全收益基金目前持有大量的现金，这个现金仓位增加了对熊市的防御性。

佛奴图拜耳美国价值（Vonotobel U. S. Value）。这是罗斯系列基金的大盘股版本。基金经理爱德·华兹（Ed Walczak）遵循一个严格约束的路径，当股票到达目标价位时立刻卖出，因此在一轮卖出潮中他不会被发现持有价格高估的股票。他保持20%或者更多的现金，最近，他把现金的比例调高到35%。他是一个以较便宜价格买入有较强特殊垄断性企业的投资者，这使得他在20世纪90年代中期买入了繁荣的金融行业。

美国世纪股票收入（American Century Equity Income）。基金经理挑选那些在所有股票中收益率排名在前三分之一、市盈率在后三分之一的股票。他们运用可转换债券来增加稳定性。晨星如此评论："尽管基金还太年轻，没有经历过熊市的考验，但它在市场近期的起伏中的表现令人欢欣鼓舞。"

公用事业基金

这类基金投资于电力、煤气和电话公司。大多数公用事业公司支付比平均水平要高得多的红利，这对熊市中支撑它们的股价很有帮助。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杰出的例子

MFS 公用事业 A(MFS Utilities)。它的五年收益率在晨星排名中居于前列，风险评分则是同类中最低的。基金经理莫拉·莎芙内斯(Maura Shaughnessy)运用债券来使现金收益率与其他公用事业基金保持同一水平，投资于新兴市场和小盘天然气供给商来提高收益。

反向策略基金

在晨星的名单中有 11 个共同基金的名字中含有“反向策略”字样，包括一个有“反向基金”字样的基金。它们合计一共有 20 亿美元的资产。反向策略基金仅仅因为它们自称反向策略，并不意味着他们的投资组合持有与通常相反的品种。

按照晨星的分类，这 11 个基金中有 5 个看上去在操作上类似于典型的“价值”基金。他们可能在价值股票不如增长股票受欢迎的情况下采取反向策略，而价值股票在熊市中相对稳定(晨星认为这些基金在最近的两次调整中表现与价值类基金一致)。但是这不意味着他们按照洛玻斯通·斯蒂芬反向策略基金的方式采取反向策略。

这个古怪的基金在旧金山运作，由在全世界范围内挑选股票的鲍尔·斯蒂芬(Paul Stephens)管理。尽管斯蒂芬并不把自己描绘成一只“熊”，一个完全尺寸的熊的雕像却放在他的办公室。他用很大的看空头寸来满足自己看空的观点——大多数是科技股——这部分占了基金 25%的资产。剩余部分被投资于自然资源公司，特别是黄金采掘公司。

在 1995～1996 年产生优异的收益后，斯蒂芬的基金在 1997 年遇到了两位数的损失，当时黄金进入熊市而硅谷没有，与基金的设想完全相反。当然，人们宁愿相信从一个矿场中产生的东西将会比从硅谷令人厌恶的人的思想中产生的东西更有价值，斯蒂芬的基金正是这个想法。

杰出的例子

第一全球基金(One Fund Global)。基金经理简一玛丽亚·伊芙拉德(Jean-Marie Eveillard)很少远离多头；这个基金也属于价值型类别。伊芙拉德用商业相关的股票构筑投资组合，同时也投资于标准的制造业公司。股票占了组合的 70%，国外和国内的股票各占了一半，剩余资金投资于现金和债券。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖空基金

只有很小一部分共同基金持有"看空头寸"，赌股票市场下跌。因此很少有基金能够把股市崩盘转化为盈利，或是以较少部分空头仓位的盈利来抵消投资组合其他部分的损失。缺乏卖空是文化的一部分，多数基金经理是永远的看多者，因为他们职业的晋升依赖于比他们的同行更看多。

卖空是一个波动性很大的业务，这就解释了为什么这类基金的风险评级都处于较高位置。

杰出的例子

凯德威尔和奥金市场机会基金(Caldwell & Orkin Market Opportunity)。有一个计算机模型帮助基金经理在国内股票、国外股票和高评级企业债之间进行投资组合配置，基金经理也可以持有卖空头寸，并在预计有熊市时卖空。该基金在 1996 年表现优异。

还有四个风险更高的卖空基金有很不一样的特点，值得提及：

克拉伯·胡森初级一特别份额基金(Crabbe Huson Special-Primary Share)。在 1995 年和 1996 年参与卖空科技股，影响了收益表现，最近在很低的价格买入卫生保健类股票。基金经理是一个反向策略投资者，有 10 年令人尊重的从业记录。

谨慎熊市基金(The Prudent Bear Fund)。这个基金不在晨星所覆盖基金的第一层次中，6 000万美元的资产规模使它落入小规模基金类中，但它是唯一一个以卖空个股为基本目标的共同基金。投资组合中每 100 美元中，65 美元投资于卖空、10 美元投资于买多、5 美元左右投资于股票期权，剩余部分是现金。

谨慎熊市基金在 1997 年 10 月的卖出潮中在晨星追踪的3 703只基金中表现是第一名。在道一琼斯指数下跌 554 点的那一天中，谨慎熊市基金净值上涨 10.9%。而在当时市场盈利的条件下，基金在 1996 年和 1997 年损失资金，但是损失比人们预测的要少。

在熊市的环境下，谨慎熊市基金将成为必然的赢家。"试图通过在投资组合中持有 40%的债券和现金来保护他们的资产的人们，"基金经理大卫·泰斯(David Tice)讨论到，"更加好的选择可能是持有 80%的股票和 20%的卖空基金。按照这种方式，当股票上涨时他们有更多的资金在发挥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作用，而当股价下跌时，对冲更加有效。"最少2 000美元就可以投资于谨慎熊市基金。

罗德克斯大熊星座基金(Rydex Ursa)。像名字所显示的那样，它不可能看多，它位于马里兰州的贝塞德(Bethesda，Maryland)，罗德克斯大熊星座有一个终身目标：尽最大可能地参与标准普尔 500 指数"期货"的空头。每天结束时它都 100%地持有空头。市场很糟的一天、一周或一年，就是罗德克斯大熊星座就有很好的一天、一周或一年。

罗德克斯大熊星座基金设立于 1994 年，随后就进入了自己的熊市：连续三年净值下跌。如果不是大熊星座基金买入短期国债作为担保物带来了一些必需的收入，结果可能会更差。除非你相信熊市将会来临，否则投资于大熊星座基金不会让你感到开心。

林德纳壁垒基金(Lindner Bulwark)。与前面所描述的洛玻斯通·斯蒂芬反向策略基金关系不远的堂兄弟基金。由三个人共同管理，林德纳壁垒基金投资于"微小盘股"(非常小型的公司)，很多都涉及矿产开采。在卖空部分，它买入看跌期权，与各种传闻故事打赌。最近，它最大的投资(45%)是现金。"只有世界末日的预言者会觉得这个投资组合有用。"晨星评论到。在任何通货膨胀的世界末日，它将会发光。

对冲基金

对冲基金可以通过做多或做空，或同时做多做空来赌任何方向。他们投资不限于股票。它们可以拥有或抛售货币、商品、国内债券、国外债券，或是任何在世界各地交易所交易的任何东西。它们不放弃任何机会，没有哪一个市场对它们而言是足够大的。

对冲基金不是共同基金，因为它们是不公开发行的。它们是有限责任制的，这使它们免于证监会有关共同基金的限定和管制。例如，如果基金经理非常确信，他们可以 100%地卖空。

对冲基金通常需要令人畏惧的初始投资(100 万美元或者更多，通常是 500 万美元)。到今天，只有有钱人能够加入对冲基金。但是，最近在监管上的变化允许对冲基金扩大它们的客户基础，这可能导致部分对冲基金放宽加入的要求。这将使不那么有钱的人也可以投资于对冲基金。

根据位于纳什维尔(Nashville)的范顾问服务公司(Van advisory service)的统计，目前对冲基金的数目为4 700只。对冲基金受到管理者的欢迎



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不是什么秘密。管理者拿走 20%的盈利，这个刺激远远超过了共同基金管理者每年收取的 1%～2%的管理费。

这就是对冲基金如何使乔治·索罗斯成为百万富翁的原因。他募集大量的资金，赚取大量的盈利，他和他的员工得到 20%的盈利。一个典型的例子是在 1995 年期间，索罗斯的基金通过对冲赚取了 40 亿美元，超过美林和它在全世界范围40 000个员工的盈利。在 1997 年上半年，索罗斯的 36 亿美元规模的夸特基金(Quota Fund)上涨了 50%，他的 85 亿美元规模的量子基金(Quantum Fund)上涨了 14%。

量子基金的持有人会嫉妒夸特基金的持有人么？无论嫉妒与否，索罗斯从两个基金盈利中抽取的金额达到 5.98 亿美元——在 6 个月中。设想如果富达·麦哲伦是一个对冲基金，1997 年 12 月麦哲伦产生了大约 100 亿美元的资本利得，这部分收益的如果按 20%抽取报酬将给富达的口袋中放入 20 亿美元。

这种故事让共同基金的基金经理发问："为什么我不去设立一个这样的基金？"很多人都这样做了，包括前麦哲伦的基金经理杰夫·维尼克(Jeff Vinik)。一些基金经理同时设立两种基金，管理共同基金的同时也管理对冲基金。例如马蒂·泽维格有很多共同基金(对小投资者和大投资者都开放，但基本是对前者)和 3 个对冲基金，这是华尔街今天的普遍做法。

从客户的角度看，对冲基金有吸引力，因为在好或坏的市场中都可能盈利。最近，它们已经证明能够在好的市场中盈利，但是问题仍然存在：在坏的市场中他们盈利的机会会怎样？大多数的对冲基金在最近几年中参与的是美国股票的多头——完全投资或者是部分投资——因为它们融入资金来增加头寸。换句话说，这些对冲基金并没有对冲。

哈利·斯特朗克(Harry Strunk)，一个来自帕尔姆海滩(Palm Beach)的投资顾问，经常把有富有的客户介绍给卖空者及对冲投资者，发现了这个情况。"我问他们是否有空头头寸，" 斯特朗克说，"大多数都没有。"

在最近市场下跌中的对冲基金的记录证明它们没有对冲。1994 年股市下跌，多数对冲基金也下跌，尽管它们有能力通过期货、期权和卖空来保护投资组合，它们还是亏钱了。1996 年 7 月股市下跌，由称为管理账户报告组织(Manage Account Reports)所跟踪的三分之二的对冲基金发生损失。

罗伊斯·佩尔兹(Lois Peltz)，这个组织的发言人告诉《巴伦》周刊：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"这表明有大量只做多的基金经理自称为对冲基金，从而获得大笔的激励费用。他们中很多被发现没有对冲。"

根据摩根·斯坦利的巴顿·比格斯(Barton biggs)统计，他最近转入看空阵营，在1973～1974年的大熊市中对冲基金的表现远没有使人致富。比格斯从老的财富杂志(1971年5月)的一篇文章中偶然发现了一个对冲基金的名单。对冲基金很流行，但是，在熊市的尾声，1971年文章中的多数名称已经消失。

关于在大熊市中幸存的对冲基金，你所能说的最好的事情是：比起那些正常的激进的共同基金他们没有表现得更差——也就是说，他们损失了很多钱。今天，那个时期以来的幸存者中没有一个对冲基金。迈克尔·斯塔恩哈德(Michael Steinhardt)在行业中坚持最久，但在1995年他关闭了他的基金。

比格斯讲了一个曾经是关于一个成功的对冲基金经理的故事。这个经理在股票上涨、新的资金在涌入办公室时，在康涅狄格的格林威治购买了新的房子。当股票下跌时，这个基金经理把自己关在新的卧室里，他的夫人祈求他出来，他的办公室的同事告诉他他的行为会使其有限合伙人感到不安，基金经理仍然拒绝出来。最终，他的同事关闭了基金，他的夫人卖掉了他名下的房屋，搬家到怀俄明州，从此以后再也没有听说过这个人。

"现在情况有什么不同么?"比格斯问道，"对冲基金在下一个熊市中会是一个赚钱者么？我不知道，但是我对此表示怀疑。到目前为止，所有结果看上去不那么让人感到乐观。"

像西雅图的比尔·弗莱克斯特恩(Bill Fleckenstein)一样的卖空者认为，没有对冲的对冲基金在剧烈的下跌中将很难保护本金。弗莱克斯特恩说："人们正在欺骗自己，如果他们天真地认为的对冲基金经理能够转变方向，在市场下跌时能卖空，特别是能很快速地完成。如果他们天真地认为他们能够通过拨打电话'1—800—让我退出来'(1—800—GET ME OUT)退出市场，他们也是在欺骗自己。当大幅度的下跌来临时，你要么已经那样(空头)，或者你就到不了那里，因为你必须赶在时间的前面到达一定的位置。"

如果你已经投资于对冲基金，或是正在考虑投资于一个对冲基金，请先找到如下问题的答案：(1)到目前为止，这个基金在市场的下跌中表现如何；(2)基金经理是否曾经持有过空头或是对冲头寸？如果没有，为什么没有；(3)在下一次灾难来临时基金经理计划采取哪些步骤。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章　胜利大逃亡

卖空带来简单

卖空交易可以追溯到数千年以前的古代谷物市场，但仅仅是到最近，金融领域才提供了各种可能的卖空机会。今天，你可以卖空整个股票市场，或者任何数目的个别股票或股票指数。

多数投资者在熊市时如能限制他们的亏损就已经非常满足，但是更激进的投资者努力从灾难中获利。当其他人亏损时你如何获利？答案是你可以卖空。你向某个人借入股票，在今天以较高的价格卖出，之后明天以更低的价格买入股票来代替你所借入的股票。你所做的正是高价卖出低价买入。

对卖空的讨论通常从对丹尼尔·德鲁(Daniel Drew)的一句引用开始，听上去像是一个来自 20 世纪 50 年代的缅甸僧侣的商业评论："那些卖出他不拥有的东西的人，要么必须还回这个东西，要么进入监狱。"很难解释这句话的流行性，它带给人们错误的印象，使得卖空的实践者被认为是罪犯，尽管这个诗人(指丹尼尔·德鲁。——译者注)自己就是一个长期的卖空者。

尽管在多数国家卖空是合法的，对很多投资者而言它还是非常的不易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理解，350 年间各种语言的解释没有使卖空变得更加清楚。如果人们理解了这个机制，毫无疑问将会有更多的人对在熊市中卖空来盈利感兴趣。

假想下面这种情况。你的丈夫(或是妻子、朋友、亲戚、邻居)邀请你到车库里观看他在当地花店里以 799 美元购买的新的特鲁牌割草机，你怀疑他为这台机器付了高价——他为每一样东西都支付过高的价格。当你看报纸时发现一个广告说同样型号的特鲁牌割草机在家庭商店只卖 599 美元，你的怀疑被证实了。

你想要为这 200 美元向丈夫兴师问罪，但是打破你丈夫的自负没有任何意义。取而代之，你制定了一个计划来“卖空”割草机，收回多支付的 200 美元。一等他离开家去工作，你就把割草机装上家里的敞篷小型载货卡车运回花店，要回了 799 美元。这是典型的卖空的第一步：得到属于某个别人的机器的钱。

把要回的钱拿在手里，你开车到家庭商店，用 599 美元购买同一型号的特鲁牌割草机。你把它放上卡车，运回家，拆掉标签，把它放回车库里你丈夫初始放置的位置。这个交易没有花费你丈夫任何成本，但是你因此而赚了 200 美元。无论你分享这笔钱，还是去打两场高尔夫球，或是做一天的 SPA，你都已经很轻松地实现了盈利。

更进一步考虑这个案例。设想你丈夫告诉你他买入了1 000股特鲁股票，在纽约证券交易所上市交易，每股 10 美元。在互联网上的搜索一个金融网站时，你发现跟踪这家企业的 15 个分析师都认为 10 美元对特鲁股票而言是高估了。你想要与你的丈夫分享这个消息，但是打破他的自负对你没有任何意义。因此你给你的经纪人(假设你们夫妻有各自的经纪人)打电话，指示她卖出1 000股特鲁股票。

在你这一方不需要什么特别努力，你的经纪人这一方也没什么困难，她从另一个客户那里借1 000股——可能就是从你丈夫那里，但是他将永远也不知道这件事，正像他永远也不知道你更换过他的割草机一样。你丈夫的经纪报表将继续显示在他的户头上安全地持有1 000股特鲁股票，不会提及这些股票涉及了一笔卖空。华尔街的每一天中，数以百万计的股票被借出卖空，持有者并不会意识到这一点。

你的经纪人获得借入的股票，以当前的价格卖出——我们假设价格仍然是每股 10 美元。卖出这些股票的所得(1 000股乘以 10 美元等于10 000美元)进入你的账户。你持有这些现金，等待股价下跌，让我们假设市场符



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合预期，6个月以后，特鲁股票每股卖5美元。你决定利用这次市场下跌，关闭你的空头头寸。

你打电话给经纪人，指示她以每股5美元的价格买入1 000股(这花费你5 000美元)，来偿还你6个月前借入按10美元一股卖掉的1 000股股票。这给你留下约5 000美元的利润(当然还要扣除佣金和持有期的费用)。

账面上，你丈夫在他的特鲁股票投资上损失了5 000美元，但是你通过及时的卖空交易补偿了这部分损失。

卖空者可以有各种类型。有些专注于小盘股，有些注意力在大盘股，有些运用杠杆，有些不用杠杆。"主题玩家"下注于那些热点行业，"价值玩家"下注于价格高估的股票，"终结卖空"下注于会导致企业退出经营的虚假管理层和有缺陷的产品。

如果卖空有一个警告的标签，它将是：

卖空偶然会获得收益。它有可能上瘾并对健康有潜在的损害。

在美国200年的投资历史中，不止一个卖空者站在胜利者的圈子里与阿斯特(Astor)、范德贝尔特(Vanderbilt)、洛克菲勒、卡内基、巴菲特或盖茨比较钱包。自20世纪20年代以来只有两位重要人物——伯纳德·巴洛克(Bernard Baruch)和约瑟夫·P. 肯尼迪(Joseph P. (Joe) Kennedy)——可以体面的去世，但巴洛克能做到这点正是因为放弃了卖空政策，而肯尼迪则采取了奇怪的政策。

其他重要的参与者(数目并不多)最终的结局很不幸，他们输钱的才能超过了他们赚钱的才能。这份名单包括：小杰克比(Jacob Little)，19世纪30年代一个喜欢炫耀吃穿的卖空者，20年后就没有什么东西好炫耀了；丹尼尔·德鲁(Daniel Drew)，一个鬼鬼祟祟的卖空者，差点买下了整个权势强大的科尼利厄斯·范德比尔特(Cornelius Vanderbilt)家族，但是他在1879年去世时已经破产并且没有人注意；杰斯·利维摩尔(Jesse Livermore)，一个交易量极大的卖空者，银行家J. P. 摩根认为他险些把美国都赶出商业领域。利维摩尔于1940年在雪莉荷兰大酒店的男厕所里用一颗射向头部的子弹卖空了自己。他留下的资产价值低于10 000美元，以及一个给他夫人的笔记："我的生命是一场失败。"

近期最值得庆祝的卖空者吉姆·卡诺斯(Jim Chanos)和费史贝卡(Feshbach)兄弟(参见"熊市的荣誉陈列厅")，进行了很赚钱的交易，直到他们的运气用完为止，他们的客户也经历同样的事。费史贝卡兄弟损失了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数以百万计的美元以及他们的商用喷气式飞机（“空中之熊”），除了自己的账户外不再进行卖空交易，这在过去并不常见。卡诺斯损失了他 50 万美元的大部分，但仍然设法活跃在卖空行业中，这本身是一个胜利，后来他又吸引到了新的客户。

有三个原因解释为什么卖空阻碍了顶尖的实践者：

1. 股票价格在长期中上升，这是当你反方向下注于它时的一个大问题。

2. 你认为将要下降的股价反而上涨了。这种事总会发生。你碰巧遇到一个企业，它的 CEO 被起诉，会计师事务所背叛了它，并且一大笔银行贷款预期未还。之后这家公司报告了“失望结果”（意思是：巨大的损失）。你以 20 美元的价格卖空，期望股价会达到 0，但实际它翻一番到了 40 美元。什么原因？乐观的投资者看到了光明的一面并买入了这只股票。

3. 你被自己的好主意吓到了。股价每一次上涨，你的损失增加。和大赌注的扑克牌一样让你感到闷热和压力。你有 3 张 k 而桌子对面的家伙仍执着地赌看你底牌。需要很大的勇气和大量的筹码来进行这场赌博，卖空者通常两方面都用尽了，只得收起了通向胜利的手。

20 世纪 90 年代给了像卡诺斯和费史贝卡兄弟这样的人上了昂贵的一课。年复一年，卖空是一个狡猾的生意。仍然有很多种方式在熊市中运用这个技术，通过平衡损益来保护你的投资组合。这带给你一种熊市的保险策略，以下是各种保护方法的有利和不利之处。

卖空单一股票

对如何卖空单一股票提供有用的信息超出了本书的范围。这些知识可能需要很多成本，特别是在卖空这件事上。一个业余投资者寻找卖空的建议就像一个毛头小伙子在汽车展览厅里询问豪华汽车劳斯莱斯的价格一样——如果你非要问的话，你也买不起。

卖空股票指数，例如标准普尔 500

不再是赌一只具体的股票，你在赌整个指数；如果指数是标准普尔 500，你的钱就与 500 只不同的股票的下跌相联系。这需要你进入“期货市场”，这个市场需要大量的现金费用，能够产生远远超过实际投资金额的收益和损失。有位作者在 1996 年痛苦地体会到这一点，当时他“卖空”了一



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个标准普尔指数期货合约，但标准普尔指数没有配合。第一个星期之后，他发现他少了20 000美元。他的夫人坚决要求关掉了那个头寸，他后来对她夫人的干涉感到很庆幸，因为否则的话在两个月以后他将损失 5 倍的钱。

另一种卖空股指期货的温和选择是卖空在美国股票交易所挂牌交易的标准普尔指数存托凭证(简码:SPY)。SPY 是把整个标准普尔 500 打包进一个股票:看多者可以买入，看空者可以卖空。卖空 SPY 比卖空标普指数期货有两个主要好处:(1)更加便宜,(2)如果你错了，你的错误不会被 15 倍的杠杆放大。

买入股票指数如标准普尔500的“看跌期权”

你也是在赌整个指数下跌——如果是标准普尔 500 指数——你就是在同时看空 500 家公司。然而，看跌期权有一个重要的安全特性:你可以只损失你投入的资金。它也有不利之处:有到期日期。典型的看跌期权只有几个星期的有效期，一旦过期，为更新赌注你必须买入另一个看跌期权。在等待股价下跌中持续地买入看跌期权是很昂贵的主张。

回避这一问题的一个方法是买入长期看跌期权——被称为 LEAPS——它在一年内都不会过期，尽管在结束时你可能会为这个权利支付一大笔费用。

聘请一个专家

你可以通过聘请一个专业的卖空经理来避开上述的复杂情况，给他或她一些钱，并期望最坏的情况发生。除非你有客观的投资组合需要看护，否则这么做没有意义。多数“只卖空”的基金经理所管理的对冲基金客户要求最少投资 100 万到 500 万美元。有一些基金经理管理着更小型的合伙型基金(最小投资为 25 万美元)，但是在你想要花费 25 万美元在一个保险策略之前，你应该有几百万美元投资于多头。

哈利·斯特朗克(Harry Strunk)，来自佛罗里达的帕尔姆海滩，可以告诉你应该聘请谁。从家族出版业中继承了大量财富后，斯特朗克进入一个新职业:帮助其他富有的家族投资他们的财富。他在帕尔姆海滩的潘尼韦伯办公室设立了店面，在那里，富有的家族像高尔夫车一样多。

斯特朗克说:“当人们已经拥有了财富时，他们主要的兴趣在于保护

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它。他们已经进行了很多思考并对如何为熊市做准备制定策略。”

他最早的一个客户，一个来自奥马哈(Omaha)的投资者(不是你想像的那种投资者)，要求斯特朗克汇总一份成功的卖空者的名单。找到卖空者名字就足够困难了，使他们同意面谈就更加难。多头资产管理者很少会错过任何一个对潜在的客户宣传他们服务的机会，但是卖空者拒绝接听斯特朗克的电话。斯特朗克说："那是个非常秘密的群体，考虑到整个系统是针对他们的，也就不足为奇了。"

斯特朗克从1985年开始跟踪卖空管理者。在他确定的初始26个实践者中，今天只有16个人进行投资性卖空。其他人退出了这个行业或者转变为对冲基金经理。

在斯特朗克的客户中每10个富有家族中有一个运用卖空者作为投资组合的保险，但其中的一半人在连续几年不断的亏损后放弃了卖空。

卖空者的游艇在哪里?

卖空，并不是美国人的专利。

——马蒂·泽维格

今天我们没有卖空者作为发言人，因为今天他们没有鞋穿。

——吉姆·格兰特1997年4月在他的年度会议上的演讲

专业的卖空者并非完全与常人格格不入。不是一开始就和他们的少年团队打赌，没有在很小的时候就盼望地震或飞机失事，或者怀疑牙齿的神话故事。他们不会在7月4日挥动英国国旗，在婚礼的时候穿黑色而在葬礼时穿白色衣服，也不会用苹果馅饼沾着塔巴斯哥辣酱油来吃(以上这些都是与正常人完全不同的举动的极端举例。——译者注)。

他们中多数人都有着正常的童年，上大学、从商学院毕业、到华尔街希望作为分析师或基金经理过上正常的生活。之后，因为一些不知道的原因，他们对吹捧那些他们希望会上涨的股票感到厌烦。他们碰巧遇到一家公司深陷泥潭并且很难有希望取得胜利，他们写了卖出推荐报告，这使他们感到兴奋。接下来的事情你知道，他们开始卖空这些股票。当价格下跌，他们快速获得盈利。现在，他们上瘾了。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忽略那些可能强大健康的公司，他们更多地寻找有致命问题的失败者推荐给客户。从他们办公室不断涌出的负面报告使他们与他们的老板关系不好，他们的老板承担了那些不喜欢被列入降级和卖出名单的公司的攻击。

这些老板只好鼓励、诱导和命令悲观主义的员工去正面地思考问题、参与游戏，像其他人那样撰写买入推荐报告。但是已经“发芽”的卖空者不能控制自己。他们继续强调负面直到他们被迫离开聘请他们的公司，开始他们自己的“小店铺”，那里他们可以停止废话，并且随心所欲地卖空。

知名的卖空者承受着和令人厌恶的蝙蝠一样的名声。他们被咒骂为令人厌恶的害虫、华尔街上的污垢、金钱的吸血鬼，认为他们从健康的股票上榨取利润，直到这些股票太虚弱而不能继续在市场上生存。他们的敌人的数量远远超过他们的朋友的数量，他们的敌人很想用铁锤敲打他们，把辣椒粉喷在他们的马蒂尼酒中，或者赶他们走并且连他们的显示器也一道扔出去。这就难怪典型的卖空者保持低调并避开照相机、话筒和笔记本。

卖空者被指责像卖空股票一样卖空他们的国家，尽管认可卖空者乔·肯尼迪(Joe Kennedy)可以做总统的父亲；伯纳德·巴洛克，另一个声名狼藉的卖空者作为罗斯福总统的伙伴。巴洛克和肯尼迪是民主党派，卖空者通常都是民主党派，华尔街的其他人都是坚定的共和党派。如果华尔街变成坚定的民主党派，这些错误路线的修正者毫无疑问的会转变为共和党。无论在那一边，他们对于政府而言都没有大的用处。比尔·麦克盖尔(Bill McGarr)，也被叫做麦克熊，一个值得注意的卖空者和自由主义者，解释说：

“这是两个党派很大的一个不同点。共和党想要拿走你所有的自由。民主党想要拿走你所有的钱。”

卖空者是被压迫的少数派，看上去没有人在意他们。因为他们会从其他人的不幸中获利，他们被指责为导致了他人不幸，并和卖火灾保险的纵火犯的类别一样。卖空者因1929年的大萧条而被谴责，尽管后来深入的研究证明他们是无辜的。他们接受了参议院的调查，当时的总统(胡福)确信一个看空的阴谋造成了市场的沉没。冷静人观察到在1929年所卖空的股票数量——是所有流通股的1%的八分之一——甚至无法使一艘小艇沉没。

当一个具体股票遭遇自己的熊市时，卖空者受到谴责。公司会召集新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

闻发布会，指责“卖空获利者”散布虚假的消息来恐吓投资者抛售股票。在某些情况下，这些指责是有根据的，但是，作为一个规则，卖空者虚假地宣传一个股票要下跌，与管理层虚假地宣传要上涨相比并没有更大的罪过。让看空者成为替罪羊，是公司将公众注意力从其内部问题转移开的方法，而这才是公司股票表现较差的真正原因。

“那是非常愚蠢可笑的——商业组织想要获得针对卖空者的保护，”作为在卖空者和财富投资者之间的中介，哈里斯特朗克对此嗤之以鼻，“特别是每有一个卖空基金就有1 000只买多的共同基金；华尔街上每一个卖出推荐会有 100 个买入推荐；在最近的一轮牛市中，所有著名的卖空者都被迫离开了市场。如果需要，也应该是卖空者需要牛市中的保护。”

其他被压迫的组织在政府中都能找到朋友，但是政府却是卖空者永远的敌人。在很多情况下，卖空行为在英国、法国、日本、美国和其他些国家的股票市场被禁止时，通常是在大规模的抛售发生，损害已经形成之后。马来西亚是最近的一个例子：当地的货币崩溃，卖空者被指责为罪魁祸首，政府领导人胡乱地给他们加上罪名，最终他将懂得卖空者提供了有用的功能，卖空行为将被合法化。

即使是被允许的（正如今天在大多数国家里那样），卖空也会受到限制。在市场的多方，是一个自由王国，你可以在任何时间以任何你愿意支付的价格买入股票。但是你不能随时卖空一个股票。当价格上涨时，你必须等待一个“上涨的报价”。上涨报价规则剥夺了看空者的最佳盈利机会——当价格自由下跌像 1987 年大崩盘时那样。除非你在下跌中主动卖空，否则无法利用下跌，那时没有任何上涨的报价。

卖空者受到这样的限制是因为他们没有力量来取消它。但是设想一下，如果证监会限制只能在下跌报价时才能买入股票，看多者会如何反应。华尔街会发生罢工，证监会的大门外会出现燃烧报价单的聚会，一个数百万投资者的游行将堵塞街道。

看多的分析师即使错了，研究的公司出了问题，他也可以批评一只股票，并保留自己的工作。看空的分析师如果对了，研究的公司确实出现了问题，他也只能批评那只股票，并承担来自上级的压力。太多的负面报告，即使是准确预测的，也可能扰乱一个人的职业发展。“我发现关于一个企业的负面研究通常比正面研究要更优秀，”马蒂·泽维格说到。但是看多的报告要比看空的报告多很多。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看多的基金经理在午餐时会面，或者在电话上和会议中途休息时交换对选股的看法，但是没有人会指责他们阴谋操纵股价上涨。看到两个卖空者在一部电梯中，很自然地就被认为是在阴谋操纵股价下跌。

对于 IRS 股份和任何盈利，做多者被征收很多的税，但是做空者被征收的更多。持有一个股票多头超过一年，当你卖出股票时会获得资本利得税的延缓。持有一个股票的空头一年、100 年甚至1 000年，你都要按最高的短期税率缴税。

直到最近，你可以通过一种被称为“针对盒子的卖空(Shorting against the box)”来延迟资本利得税。细节至少需要 6 段来解释，但是浪费时间解释这个没有任何意义，因为政府已经通过增加很长的不得卖空的约束变相禁止了这种针对盒子的卖空。

同时，在“卖空—卖空规则(Short-Short rule)”下，一只共同基金不能从持有期短于 3 个月的股票上获利超过其年收入的 30%。任何基金通过自己卖空所导致的崩溃中快速获利，将在“卖空—卖空”的检验中不合格，会面临一个巨大的税单：那一整年所有收入和资本利得的 35%(艾伦·盖泽瑞尔(Elaine Glarzarelli)的基金在 20 世纪 80 年代后期就遭受了这种税收)。买空—卖空限制在 1997 年被取消，使得基金可以更加容易地运用这个工具来进行防御。

总之，卖空者受到轻视，尽管他们提供了有用的公共服务：在繁荣市场中提供一个价格的上限，在下跌市场中提供价格的下限。在前面的例子中，发布一家价格高估公司的缺点的卖空者会吓退一些将来可能的投资者，从而压制了股价，这帮助买家从其资金中得到更大的价值。

在最近的例子中，卖空者通过“浮力效应”成为市场的拯救者，如菲利普·凯睿所描述的那样：“在市场接近底部时，悲观情绪蔓延，没有人想买入股票时，唯一的买家就是转变头寸的卖空者。没有他们，想要减仓股票的人将找不到人卖出。”

1929 年末股票市场著名的反弹可能就是卖空者转变他们头寸的结果。这轮反弹给了其他投资者在一个较好价格退出的机会，这是当时市场观察者所没有看到的一个事实。他们指责卖空的本·斯密斯(Ben Smith)和其他看空投资者导致了崩盘，忽略了愚蠢的看多者为股票支付过高的价格。

如果卖空能够更加广泛，并且各种限制被取消，我们在熊市时可能看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到更多幸福的面孔。在纽帕特和帕尔姆海滩打折出售的豪宅将有更多的新买家；游艇、豪华车、貂皮大衣和鱼子酱会有更多的客户；目前客人很少的豪华班机和旅馆中会有更多新客人。通过卖空致富的人能否挽救经济并使其从衰退或萧条中恢复值得怀疑，但他们确实会给高档消费品和其他高档商品和服务的供应提供推力。当然，前提是他们的保镖能够保护他们不受投资失败者们的攻击。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章　看空者的纪录

名誉陈列厅

吉姆·格兰特

一位著名的看空者，经常提醒他的追随者：上涨的道一琼斯指数必然会下跌。格兰特撰写、编辑和出版了恶名远扬的时事评论《格兰特利率观察家》。对于"黄金虫"、卖空者、对冲者、债券持有人——那些拒绝在非理性繁荣的股票上套牢自己银行存款的人们是一个智慧避难所。

他的会议室里有书桌、手动打字机、壁炉和挂在正常的火焰能够烧到的地方的水壶。房间里还有一个塑料的充气雕像：穆恩驰的尖叫的塑像(Munch's Portlait of a Scream)的复制品，带着医生的面具：为了阻止股票上升的日子里的尖叫？在他以前的办公室，格兰特保留过一个全尺寸的泰德熊作展示。

身高 6 英尺 5 英寸，身材偏瘦，格兰特一点也不像那个展示的泰德熊。激烈热情、冷静发呆——都在一瞬间，会像伊卡博德·卡瑞恩(Ichabod Crane)一样笨拙的大步跑；更像是萨瓦纳洛拉(Savanarola)，一个佛罗伦萨的修道士，曾经嘲笑 13 世纪的美第斯(Medici)的牛市。按照萨瓦纳洛拉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的命令，富有的佛罗伦萨人将贵重的物品都扔入了空虚的火焰中。萨瓦纳洛拉努力去从上帝的愤怒中挽救他的信徒；格兰特试图从标准普尔 500 指数的下跌中挽救他的追随者。

即使是在牛市中，格兰特也进行不定期的预测。准确地预测了垃圾债券和德莱科瑟尔·伯恩汉姆·朗伯特(Drexel Burnham Lambert)的崩溃。准确预测了得克萨斯、新英格兰和加利福尼亚州的房地产灾难；准确预测了道纳尔德·特拉姆(Donald Trump)和瑞驰曼(Reichmann)兄弟的不幸遭遇；准确预测了花旗集团和银行业在他们自己坏账上的窒息。在 1989～1990 年错误地抵押了他的房子，下注于卖空银行股，就在美联储降低利率并挽救了银行的时候，"我自己所建立的流动性消失了。"关于那段没有回报的经历格兰特说道。

当看空的评论变得相当少时，格兰特的评论兴旺起来。他的杂志依赖于煽动性的观点和时髦的散文得以生存，通过对无趣的问题(例如次级债利率)的持续诙谐的评论，获得了忠实的付费订阅者。

最近在原来的评论上扩展出了亚洲观察者、市政债观察者。证明了文字上的看空可以把牛市转变为一个现金牛。

伯纳德·巴洛克(Bernard Baruch)

和"洛克菲勒"、"摩根"、"卡内基"、"范德贝尔特"、"埃斯特"、"巴菲特"和"盖茨"一道，"巴洛克"这个名字与"富人"是同义的。通过卖空且保持财富的唯一的百万富翁。巴洛克经常被媒体和政客所呵斥，写了一本小册子《卖空和证券操作》(*Short Sales and Manipulation of Securities*)，试图使公众相信他不是一个本尼迪克特·阿诺德(Benedic Arnold)型的人，也不是撒旦的钱袋子。他曾说卖空者提供了有用的公共服务："使得人们不用以特别高的价格买入证券。"基本没有人相信。

在 1929 年大崩盘前卖空美国广播公司，赢得了从大崩盘中盈利的天才的声誉。事实上，巴洛克像其他人一样，在大崩盘中损失了资金。1929 年 11 月给温斯顿·丘吉尔的愉快的电报显示出巴洛克预测能力的不佳："金融风暴确实已经过去。"

从投资股票变为政客，民主党罗斯福和杜鲁门的著名的顾问，巴洛克让华尔街的共和党人感到厌恶。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乔·肯尼迪

作为一名总统(被刺杀)、一个将来可能的总统(被刺杀)以及另一个将来可能的总统(从来没有被提名)的父亲,乔伊·肯尼迪从华尔街开始,曾经在黄色出租车(Yellow Cab)上玩小的骗术,被聘用来保护公司不受卖空者攻击,最终自己卖空股票,用保证金获得多方的大量投资组合。当擦鞋匠告诉他股票技巧时,他认为市场将崩盘,在大崩盘前卖出了投资组合。谣传在崩盘中额外赚取了1 500万美元。但他的自传否认了这个故事。

阿尔伯特·维琴(Albert Wiggin)

大通银行的总裁,被认为是"华尔街最可爱的银行家"。1929 年 9 月,是最快的一个卖空大通银行股票的人,卖空自己的企业。一直持有空头到 12 月,获得 400 万美元的盈利。用大通银行的贷款来融资进行卖空,这就像棒球队的经理从球队老板那里借钱来赌球队输球一样。退休时因服务出色获得了大通银行大笔的养老金和分红。

"马蒂·马蒂诺"(Marty Martino)

马蒂诺不是真名。这里用化名来保护这位卖空者不受嫉妒性的"赞赏"。当你在熊市中赚钱时,不要告诉邻居。1987 年,他实现了华尔街历史上盈利最多的卖空交易。

他在 30 多岁的时候事业起步,马蒂诺获得了摩根·斯坦利股票衍生部门的中层领导岗位。这个部门业务包括"投资组合保险",用股票指数期货来防范下跌风险的流行方式。马蒂诺注意到了 1987 年与 1929 年之间的"共同性":股价高估、"流动性的过分消耗"、债券价格下跌、"技术模式复制了 1929 年"。

股价持续的上涨,因为"每个人都在说日本人将从我们手中买走,以更高的价格"。

不像那些看多的同事,马蒂诺看到了股票指数期货暗淡的未来。怀疑"投资组合保险"是否能如广告所说的那般有效。他认为会相反:投资组合保险将导致崩溃。寻找把灾难变为盈利的方法。

马蒂诺找到了便宜的"看跌期权,"每张只卖 6 分钱。看跌期权是赌股价将会下跌的赌注。马蒂诺买的是"价外"看跌期权——它们只有在股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下跌时才会有支付。通过摩根·斯坦利清算，为自己、母亲、少数感兴趣的客户，以及摩根·斯坦利本身买入了看跌期权。当马蒂诺到交易柜台去完成交易时，交易员嘲笑这是一笔“愚蠢的投资”，在 10 天中，马蒂诺增加愚蠢投资的头寸，数以千计的 6 分钱的看跌期权。

随着股价的倾泻，6 分钱的看跌期权价值 30 分了。马蒂诺和他的客户在卖空头寸上赚取了投资额的 5 倍，一些客户获利了结，马蒂诺继续持有。之后到 10 月份，看跌期权价值 1 美元、5 美元、10 美元，更多的客户获利了结。马蒂诺继续持有，实现了巨额的盈利。他也为他母亲的退休账户一直持有。

马蒂诺和他的母亲固执地持有数以千计的看跌期权一直到黑色星期一。道一琼斯指数下跌了 500 点，是在上涨到 3 倍以后的 22%的跌幅，投资者接近 1 万亿美元的财富消失了。马蒂诺的财富，他母亲的财富因为看跌期权而增加了不知多少个百万美元。即使是在化名保护的情况下，具体的数字马蒂诺也拒绝透露。这里是他赚了多少钱的一个线索：数以千计的 6 分钱的看跌期权在他卖出时每张价值为 53 美元。

在那个周一的晚上，很多投资者没有睡觉在计算损失，马蒂诺没有睡觉在计算盈利，担心欠他数百万美元的交易对家是否有能力支付（在期权交易中，一个人的盈利就是另一个人的损失）。金融系统幸存下来，损失者支付了应付款，马蒂诺辞去工作去了爱达荷州的滑雪度假村，从此和他的孩子、妻子幸福地生活。他说：“我热爱华尔街和摩根·斯坦利，但是我父亲在我很小的时候去世了，我想看着我的小孩长大。”感谢看跌期权，马蒂诺可以这么做了。

6 分钱的投资在一个月中收益 53 美元，相当于 1 美元投资收益 848 美元，或者10 176%的复合年收益率。在爱达荷州凝视着这个结果，马蒂诺想要知道：“为什么是我？”他很幸福但是没有沾沾自喜。他说：“你只是和你的下一笔交易一样好。”

罗伯特·普莱彻特

自 20 世纪 80 年代末期以来坚定看空。根据 R. N. 埃利亚特（R. N. Elliott）奇思妙想的理论构建了预测体系。埃利亚特把战争、瘟疫、征服、移民和人类其他重要事件简化为一系列的波浪。普莱彻特接受了埃利亚特的波浪说，把它运用于债券、商品、股票，做出了很多正确的预测。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1980 年，他预测黄金 13 年的牛市将会停止。黄金的看多者认为普莱彻特疯了，但他们错了。1982 年，道一琼斯指数 900 点时，普莱彻特预言道一琼斯指数会上涨到3 900点。大大小小的经纪人、分析师、策略师、投资者都认为他疯了，他们认为在他们下一代的有生之年道一琼斯指数都无法达到3 900点，更不用说他们自己这一代了。道一琼斯指数在 1995 年达到了3 900点。

"如果我们持续的分析是正确的，" 普莱彻特写到，"目前的环境正在提供一生一次的赚钱机会。"事实确实如此。

1987 年中期，普莱彻特认为道一琼斯指数2 700点是一个临时的顶部，市场被迫于 10 月份大幅下调。但是经济忽视了致命的诊断，重新带动股市一道繁荣。自那以后普莱彻特落后时代并不再受欢迎。1987～1997 年，他错过了上涨 3 倍的机会，但是他抓住了 1982～1987 年的上涨 3 倍。多数投资者都错个了那个机会。

那些不能设想道一琼斯指数会如普莱彻特在 1982 年预测的那样达到3 900点的人们，现在认为指数在8 000点是正常的水平，并且不能设想它会远跌到3 900点以下，而普莱彻特说它正朝那个方向去。当大众特别看空时他看多；现在大众特别看多时他看空。从嘉泽瑞丽(Garzarelli)到葛兰威尔(Granville)，同行们都已经服输。

10 年没有下跌波浪的信号没有动摇普莱彻特对埃利亚特波浪理论的信任，尽管其他人认为那是垃圾。"今天，股票已经非常流行是因为它们过去是好的投资工具，" 埃利亚特说，"不是因为他们现在是好的投资工具。熊市将对这种错觉进行纠正。"

艾德森·高德(Edson Gould)

股票走势图、爵士音乐和集体心理学的学生。在穆迪的研究部门工作。在 20 世纪 60 年代早期发起选择市场时机的评论。曾预测道一琼斯指数在 1962 年将上涨 400 点，情况确实如此。预测股票市场从 1966 年起将有 8 年时间的麻烦，股市确实碰到麻烦。预测道一琼斯指数在 1972 年上涨 100 点，道指从 900 点上涨到1 040点，3 天以后，在道指1 070点时，预测将会有大的熊市，道一琼斯指数下跌了近一半。

以投资者的情绪为基础进行市场预测。依赖"情绪指数(Senti-Meter)"——股价除以分红——来找出底部和顶部。发明了"3 步 1 蹒跚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(three Steps and a Stumble)"理论——股票在美联储提高利率 3 次后将下跌。3 步 1 蹒跚理论赢得了广泛的流行，后来，高德自己承认它并不经常有效。

1979 年道指在 850 点，投资者情绪低落，高德预测道指将在 10 年后达到3 000点，10 年零 8 个月后，道指达到2 999.75的顶点。高德没有看到它，他在 1983 年 81 岁时去世。

乔·葛兰威尔(Joe Granville)

历史记录上最长时间的熊市：1982～1996 年，14 年中，168 篇《葛兰威尔报道》的评论，基本没有一期是看多的预测。看到麻烦就在前面不远——因为道一琼斯指数在里根两任、布什一任和克林顿一任半期间涨到 10 倍。从 1996 年 7 月 16 日的市场行为中获得信心，牛市是确信无疑的，他发出了迟到的买入信号。

他的外公和母亲是一个著名的物理学家。他在杜克大学获得经济学学位，研究波浪和周期理论。在第二次世界大战中，在南太平洋服役，操作解码机、打扑克和弹钢琴。回到家乡后尝试过演戏。做过堪萨斯城的电台节目主持人。写过两本关于邮票的书和一本《如何在宾戈(一种赌博游戏)中获胜》(*How to Win at Bingo*)。列入了股票经纪人的名单，但没有通过考试，被 E. F. 赫顿(E. F. Hutton)雇佣编写评论。

他是一个走势图的阅读者、技术面分析师。认为股票价格以类似音乐"切分音节奏"的方法波动，曾在 20 世纪 60 年代早期以这个主题写书。他不喜欢经纪业务，称经纪人"愚蠢"，穿着狂野的运动外套，头油锃亮。1964 年他离开赫顿，开始自己的评论。在 20 世纪 70 年代早期，与第一任妻子分手，住在办公室，穷得用不起汽车、付不出印刷费。

经过多次错误的预测之后，葛兰威尔在 20 世纪 70 年代中期跟上了市场脚步。对赌博类股票做出了精确的预测从而吸引了订阅者。他开始参加巡回演讲，出现在讲台上时带着闪光的蝴蝶结、穿着正装、戴着电子的太阳眼镜、身着艾维斯的服装和小鸡的羽毛，脱掉裤子来读出印在内裤上的股票代码，带着猴子上讲台。他打扮成摩西的样子，发表了投资的 10 大戒律，邀请听众"接触我并获得财富"，坐狗拉雪橇或人力车到达演讲大厅。在游泳池水面以下几英尺安装了木板，走在水面上。

1979 年 8 月，预测了"股灾"。在电台广播和评论中，号召人们在 1979



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

～1981 年进入股市。他从而获得了更多的订阅者，成为两位数的百万富翁(他自己的估计)。

葛兰威尔在 1980 年 4 月 21 日发出买入信号。道一琼斯指数获得了历史上第五大的单日涨幅。在年底发出了卖出信号："市场顶部已经到达。"导致欧洲大量的卖出，美国道一琼斯指数以空前的交易量而下跌收盘。"一个预言家引发歇斯底里。"《华盛顿邮报》报道。"一波无知的卖出浪潮毁灭了数十亿美元的股票价值，这波浪潮来自于一个在公众前脱掉裤子吸引注意力的预测家，"《商业周刊》报道。葛兰威尔的照片上了《纽约时报》的头版。

"很多人说我有美联储 4 倍的力量"，葛兰威尔告诉《新闻周刊》，"我已经解决了 100 年的难题，预测出每一次市场顶部和底部。"他预言自己将获得诺贝尔奖，诺贝尔委员会虽然不会合作。

预测 4 月 10 日早上 5:31 洛杉矶将会遭遇强烈"股灾"。城市没有感到任何事。8 000个人堵在葛兰威尔最近一次演讲厅的入口。葛兰威尔以怪异的面孔出现在《人物》(*People*)杂志的照片版上，说自己是一个螺母，一个"能够使你致富的螺母。"在美联航的飞机没有等他就起飞后，葛兰威尔威胁要使"股价下跌 10 点"之后，一辆 VIP 小车过来载他去另一个航班。

1981 年 6 月他在卡内基大厅演讲，在斯坦威进行了滑稽的表演。9 月在欧洲进行了路演，告诉伦敦广播电台市场将会下跌，伦敦股市下跌、纽约股市下跌、东京股市遭遇最大单日跌幅。股市在 1982 年夏天到达底部。

他会从装满报价纸条的棺材中浮出来；会酒喝得太多而不能进行演讲。股价上涨，葛兰威尔比以往更加看空。他说，那是沉没者的反弹。曾经预测了另一次大崩盘。研究了 1928～1929 年间的《华尔街日报》。把自己比作罗杰·巴布森，一个曾经叫喊"熊!"的经济学家。在罗·卢克瑟的电视节目中出现，因为对方轻视自己的预测，他称卢克瑟为"螃蟹罗"。

股价继续上涨。上涨将是短暂的，葛兰威尔说。在 20 世纪 80 年代中多数时候都是看空的。读者都不再订阅他的杂志。在 1987 年大崩盘后转为看多。在 1987～1989 年间偶尔跟随节奏看空。在那段时间，评论观察者马克·霍尔伯特(Mark Hulbert)把《葛兰威尔报道》评为最佳盈利建议的评论。

到 20 世纪 90 年代，他再次转为看空。1992 年说新一轮熊市已经开始。预测道一琼斯指数在 1994 年底将跌到1 500点或更低。1995 年 5 月，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预测崩盘将在“大约 3 个月”内发生。1996 年 2 月预测“头朝下的燕式跳水”。1996 年 10 月说市场将会目睹“传说中的灾难”。

马克·霍尔伯特把葛兰威尔评为 12 年中最差盈利评论，根据他的建议将获得“呆板持续”的 93%的损失。葛兰威尔抗议霍尔伯特的算法。

1996 年 7 月 16 日转为看多。葛兰威尔走势图显示低价股将“疯狂地上涨。”告诉堪萨斯城星报(*Kansas City Star*)，“势头如此强烈，没有什么能够阻止它。”这一年他发生过心脏病，停止了抽烟，停止了饮用烈性酒。

葛兰威尔最近在堪萨斯城与第三任妻子卡罗恩和一只名叫幸运的鹦鹉生活在一起。尝试教鹦鹉说“买入”和“卖出”。被国内税务署追讨税款。认为 1997 年底道一琼斯指数到10 000点。

(这部分资料来源:《巴伦》周刊,《堪萨斯城星报》,《价值》杂志的邓·凯特(Don Katz))

伊莲·嘉泽瑞丽(Elaine Garzarelli)

华尔街上最著名的女性看空者。在这个领域很少有竞争者，她甚至比男性更加看空。她总与记者保持距离，有时会出现在 CNN 电视节目中。看上去听从了琼·蒂迪安(Joan Didion)的建议:“与记者交谈只会带给你麻烦。”

1987 年夏天转为看空。在 10 月份的大崩盘前一个星期在 CNN 上如此说道。管理着在谢森—莱曼(Shearson-Lehman)以“行业分析”为基础的共同基金。当市场崩盘时大部分是现金资产。

她出生于宾夕法尼亚州的斯普林菲尔德(Sprigfield)，毕业于德莱克斯大学(Drexel University)，经济学 MBA。资产配置体系基于 14 个关键指标。1987 年之后成为热门基金。资金涌入基金而基金却猛然跌落:1988 年，基金下跌了 13%而市场上涨了 16.6%。嘉泽瑞丽在 1990 年萨达姆·侯赛因倒台前转为看空。1993 年穿着严肃的连裤袜，转变为看多。1994 年，雷曼从谢森分离出来后，失去了在雷曼的工作。发起嘉泽瑞丽资本，嘉泽瑞丽展望评论。

她在 1996 年 7 月的推广邮件中转变为看空。“现在就卖出，远离所有美国的股票和共同基金。”用红色的墨水在传单上警告。媒体的批评称嘉泽瑞丽寄出了“历史上最具警告性的垃圾邮件之一”。

嘉泽瑞丽看到如下的负面因素:股票的红利收益达到历史最低点，上



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

升的信用卡违约率，令人失望的企业盈利，企业现金流干涸，公众对 63% 的股票表现得过度看多，是曾出现的最高值。她提到她曾经预测了“最近 20 年的每一次市场崩盘，没有一次错误的警告”。

1996 年 7 月 23 日出现在 CNN 时重申了卖出信号。嘉泽瑞丽说，要做好下跌 15%～25%的准备。道一琼斯指数下跌了 44 点，嘉泽瑞丽称之为犯罪。嘉泽瑞丽两个星期以后发出买入信号，第二天股票反弹。几乎立刻再次转为看空。

1997 年 7 月的《华尔街日报》报道了嘉泽瑞丽和菲利普斯出版社之间的长期矛盾。菲利普斯曾出版她的评论。公众责问谁为矛盾的传单和庸俗的下注宣传负责。根据菲利普斯的说法，时机错误的看空预测导致损失了30 000个订阅者。

约翰·肯尼斯·加尔布雷思(John Kenneth Galbraith)

哈佛大学的经济学家，象牙塔里的看空者，《1929 大崩盘》(*Great Crash* 1929，该书中文版由上海财经大学出版社出版)、《富裕社会》(*The Affluent Society*)、《新工业化国家》(*The New Industrial State*)和《金融狂热潮简史》(*Short History of Financial Euphoria*)的作者。1987 年早期警告崩盘将来临。在哈佛大学获得沃尔伯格教席，以鲍尔·沃尔伯格(Paul Warburg)命名，沃尔伯格是联邦储备体系的创始人之一。沃尔伯格在 1929 年早期曾警告过崩盘的来临(加尔布雷思是沃尔伯格的中介么?)。

加尔布雷思把警告写下来，《纽约时报》拒绝了这些投稿，因为对于所有适合出版的新闻而言它“太富警告性”，作为新闻不合适。他于是向《大西洋杂志》(*Atlantic Magazine*)投寄同样的稿件；《大西洋杂志》出版了它。愤怒的读者抱怨：“加尔布雷思不喜欢看到人们赚钱。”6 个月后，市场崩盘了。

《纽约时报》态度变得温和，采访了加尔布雷思，但对任何人而言都太晚了。加尔布雷思被信件、电话所淹没，多数都是赞扬。来自于东京的记者到得克萨斯排着队要采访他。世界发现加尔布雷思认为市场会崩盘，但在那时，市场已经崩盘了。

吉姆·卡诺斯(Jim Chanos)

卖空者之王，在纽约花旗中心的中间楼层拥有办公室。从大客户泽夫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Ziff)家族那里租用，泽夫家族以前从事出版业。卡诺斯没有雕塑或瓷器的熊，也没有熊的照片。除了他穿着很随意之外，卡诺斯与一个普通的做多的基金经理没有任何两样，他的西装不是细条纹的。

办公室里有高级金融业的标准道具：建议草案堆积在办公桌上，计算机在闪烁着显示盈利和亏损，家庭滑雪度假的照片，纪念成功交易的“交易玩具”(卡诺斯的交易玩具都是纪念股票失败的)。他指着在显示器上的棒球帽上的丑陋鸭子的商标说：“这个公司，丑陋鸭子，属于二手车行业，会计记录很差，管理这家企业的是一个罪犯，但这没有阻止人们买入这只股票。”(卡诺斯对于投资者在买入这类股票时所表现出的遗忘感到非常吃惊)。“最终它的价格下跌，我的客户在它上面赚了钱。这是我后来较好的一次交易。”

卡诺斯作为一个分析师受到培训，20 世纪 80 年代早期从耶鲁大学毕业，从一个小的投资公司开始职业生涯。分析过巴尔德威联合公司(Baldwin-United)，这家金融公司被经验丰富的同事极力推荐。卡诺斯与大多数人相反，建议客户卖空巴尔德威。股价上涨了一倍时卡诺斯受到了谴责。随着客户损失的增加，卡诺斯坚持看空的观点。当巴尔德威暴露出欺诈行为，股价接近零之后，卡诺斯得到了辩护。

投资公司不愿满足卡诺斯管理卖空基金的愿望，他于是退出了这家公司开始了自己的公司，可尼克斯(Kynikos，愤世嫉俗者，希腊语)1985 年从少数几个富有的客户那里获得资金，安装了计算机，用沃伦·巴菲特的方法从反方向分析寻找下一个巴尔德威。扫描财务报表寻找导致损失的原因——那些负债很重、盈利很少、产品品质恶劣、CEO 有可能犯罪的公司。偏好的目标有：弱小的房地产公司，相互关联的银行，失败的杠杆收购。

通过卖空赚钱，即使是在股票市场上涨的时候。本质上永远的看多的大型机构(养老基金，投资公司)开始注意他。把卡诺斯看作是完美的保险政策。他曾经在牛市中通过卖空获得 40%的年收益率，更不用说在熊市中他的良好表现。

机构在 1990 年加大了赌注，给了卡诺斯 5 亿美元。对于在卖空者的天堂环境中：海湾战争、经济衰退、不稳定的银行破产等事件，是非常值得卖空者庆祝的。对于卡诺斯和一般的投资者而言天堂变成了地狱。他们下注于不稳定的银行、欺诈、处于危难中的企业，这些股票价格却将上涨。在 20 世纪 80 年代，危难中的公司会破产，而在 20 世纪 90 年代，宽松的信



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用环境使它们生存。

“你会发现一块乌云处于一家企业上空，”卡诺斯说，“没有人在意。随着股价逐步上涨，基金经理们买入更多。他们没有办法不这样做。短期不良表现的代价是失去他们的工作。”

卡诺斯的客户损失了资金；卡诺斯失去了客户。他的银行账户进入了熊市，从5亿美元下降到3亿美元。在损失的基础上增加了羞辱，看多者成立了“卖空的小鬼”的俱乐部。目标：通过买入那些类似卡诺斯的人已经卖空的股票来阻止他们。结果：价格上涨，增加了卡诺斯的损失，迫使他在所谓的“卖空挤压”中放弃了他喜爱的投资。

1997年，全职的卖空者能够用两只手数出来——10年以前，有好多打卖空者。幸存者损失了投给他们的资金的90%。“尽管20世纪80年代聪明的投资圈内人认为卖空是一个聪明的主意，1997年同样的人认为卖空是傻瓜的行为，”卡诺斯说，“没有人想要公开承认他在卖空。我们是如此的不被信任，如果我们答应别人为其口袋中的每一美元支付2美元，人们不会为此理睬我们。”

卡诺斯仍然在工作，在当前环境下是一个不寻常的业绩。他是卖空者之王，因为还有谁在工作？在获得盈利前必须补足大量的亏损。“损失如此巨大，”卡诺斯说，“要想获得管理费我必须先实现500%的盈利。”

费史贝卡兄弟(Feshbach Brothers)

著名的卖空者，像卡诺斯一样。他们几乎同时设立了第一个“只卖空”基金：卡诺斯在东海岸，费史贝卡兄弟来自西海岸。卡诺斯来自于耶鲁；费史贝卡兄弟一个玩冲浪(库尔特，Kurt)，一个网球(马特，Matt)，还有一个在犹他州(乔，Joe)少于一年时间(费史贝卡兄弟有3个人。——译者注)，三个对穿衣服、系领带或是流行观点没有耐心的小孩。

他们从在石油公司作交易员的父亲那里学习了证券分析的基础。在20世纪80年代早期，冒险进行了几千美元的第一次卖空。逐渐下更大的赌注于做空查理斯·凯特英(Charles Keating)公司、ZZZZ最佳(ZZZZ Best)公司以及其他有诈骗行为的公司。由于费史贝卡基金在1985～1990年间的复合年收益率达到了令人吃惊的40%，逐步吸引了并形成了客户群体。收益率超过了沃伦·巴菲特、彼得·林奇。

他们总部在加利福尼亚州的奥托：前台桌子有擦伤和凹陷，更像是一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个服务机构的入口。再往里，传真机在右边，两个塑料椅子在中间，书架在左边。费史贝卡团队的照片在书架上：三个优雅的男性，一个人转向一旁展示出夹克衫背后的图标：一个红色的斜杠穿过美林的公牛，意味着"对看多者说不"。

乔的办公室内部：左边是一个睡椅；枕头边上绣着花，"唯一的现金流是负的现金流"；罗恩·胡巴达(Ron Hubbard)的信仰疗法贴在墙上；水晶和瓷器的熊放在书架上；书桌在右边。乔坐在桌上，哥哥库尔特站在后边，大波浪的长发，带着有框的眼镜，像一个家庭轮盘赌的裁判一样盯着马特。乔讲了关于费史贝卡如何在运气改变资产损失之前，涨到 10 亿美元资产的故事：一半资产损失了，另一半被绝望的客户赎回了。

"媒体写到了，我们是被威尔·法格(Wells Fargo)所打败，"乔说。指的是那个银行股从每股 50 美元涨到 200 美元，而费史贝卡站在错误(卖空)的一方。"在它干掉我们之前，我们就离开了威尔·法格。牛市是一个问题，所有的股票都上涨，我们下跌。1991 年纳斯达克的股票上涨了 50%，我们损失了 50%。我们可以轻松地输掉比我们实际损失的更多的钱。"

关于巴菲特的故事，他自愿谈到了印有"他妈的巴菲特(Fuck Buffett)"字样的 T 恤衫，当他们卖空威尔·法格而巴菲特买入时，传说费史贝卡曾送给过他的客户这种 T 恤衫。"我们从来也没有制造过这样一件衬衫，也从来没有使用过。为此我曾给巴菲特写过一封信。得到了很好的答复。"

20 世纪 90 年代对费史贝卡而言很残酷：以前的胜利创造了大量的卖空者，太多的人抢夺太少的好主意。数以十亿美元计的基金规模太大而无法利用卖空的机会。1993 年，随着损失的增加和客户的流失，费史贝卡做出了一个令人吃惊的决定：他们从做空转为做多。

"那不是对市场的预期，"乔说，"而是多数人的想法。这是对卖空的特征的变化做出的反应。"

无论何种方式，其他卖空者被吓坏了，剩余的客户也都放弃了基金。谁愿意投资于费史贝卡去做多呢？"客户告诉我们，'当你们证明你们能够做多时，打电话叫我们回来，'"乔回忆说，"这些还是比较客气的客户。"

今天，费史贝卡兄弟重新回来管理资产，同时做多和做空。库尔特建立了一些空头头寸，再次取得了一些胜利。"麦卡利金融(Mercury Fi-



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

nance)，我盯住它了。”科特说，闪过一丝微笑。“还记得联合石油?”乔补充满怀旧地补充到。“一家没有原油和天然气的原油天然气公司！我们也盯上它了。”

盖拉德·罗比(Gerald Loeb)

20 世纪 30 年代的股票经纪人，金融顾问专栏作家。写了畅销书《投资生存的战役》(*The Battle for Investment Survival*)。在 1929 年大崩盘之前卖出很多个人的投资组合。避免了很大的损失，但是 1929 年的经历使他一生成为一个多疑的交易员。

像巴菲特、林奇和巴尔德斯道恩(Beardstown)女士一样，罗比相信股票是长期中人们增加财富的最好机会。但是，他不相信一直持有股票。建议买入适量股票，保留大量现金储备在手中。当下跌 10%的时候自动卖出股票；当股价上升时增加头寸，每年底卖出十分之一的投资组合。

开发了适用于在一段时间中股价上涨 3 步后退 2 步的策略。他认为市场太浮躁，因此无法提供证券给那些分析公司优势并据此买入的投资者。认为“从 40 美元开始到 100 美元结束多次的买入和卖出的方式比在 40 美元买入就持有的方式要好”。“资本，”他说，“最好像野兔一样飞快地四处跳跃寻找机会。”

当条件不利时，罗比坐拥现金等待。完全地回避债券，意识到当利率上升时，债券会和股票一样快地遭受损失。“那些设想他们只对‘收入’感兴趣的人故意或无意地不生活于现实中。他们承担了风险，在未来某个时间，他们的资本可能将缩水超过整个期间赚得的所有收入。”

“当然，每个人都知道的就不值得知道了”，罗比写到。意思是当投资公众爱上一个策略的时候，这个策略将使这些投资者付出代价。很少有人知道罗比，因此他可能值得考虑。

查理斯·艾蒙(Charles Allmon)

被称为“反向小鸡。”曾经为洪都拉斯的联合水果工作，后来工作对象从香蕉变为股票，出版评论:《增长股票展望》。管理共同基金查理斯·艾蒙信托很多年。在 1995 年把基金出售。艾蒙信托是在 1987 年黑色星期一挂牌交易基金中唯一一个盈利的基金，那一天道－琼斯指数下跌了 22%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从20世纪80年代晚期到90年代一直看空：基金和评论中样本投资组合的最大头寸是现金。尽管这拖累了表现，艾蒙的股票挑选足够明智，自1974年以来带给客户18.9%的复合年收益率，而重要的股票指数基金年均涨幅少于10%。

最近，艾蒙的样本投资组合持有90%的现金——比他在1987年大崩盘前持有的现金还要多。

1929年——更确切地说1932年——会重演么?

1929年金融灾难就像泰坦尼克号一样著名。但是这一艘泰坦尼克号没有下沉。道一琼斯在这一年的前9个月上涨，在10～11月下跌了39%，之后开始反弹在12月上涨。如果你从1929年开始持有股票到年底，你是赚钱的。

真正的泰坦尼克年是1931年，那一年道一琼斯指数下跌了53%——下跌的大部分发生在一个月，黑色的9月。尽管在美国股票持有人的最厌恶时段名单上排名第一，但很少人谈论1931年大崩盘。当熊市词汇被说起时，进入人们脑海的印象是1929年大崩盘。

关于1929年大崩盘的现代典型的论述总是试图使投资者相信另一个1929年永远也不会在发生，这样来帮助投资者在晚上睡个好觉。如前面所述，原版的1929年不会发生——至少不是在1929年了。它发生在两年以后。这个时间的混淆是关于整个痛苦经历(1929～1931年)众多错误概念中的一个，为了简便起见，本书后续部分将把这段痛苦经历称为大衰退。

经过60年的修正和放大，与大衰退类似的故事演化成这样。在1929年，银行缺乏存款保险，货币体系在金本位的束缚之下，股票市场没有证监会监管、不值得信赖、容易被操纵。

华尔街是一个大赌场，高级的赌徒欺骗低级的赌徒，高级赌徒可以以10%的资金购买股票，其余的钱从经纪公司借得(这类贷款被称为“保证金”交易；更低级的赌徒被称为“保证金百万富翁”)。

1929年的经济是很原始的：政府仅仅是其中很小的一部分。联邦储备体系还不成熟，仅仅才16岁。体系中的银行家们还缺乏解决危机的经验。当应该降低利率来阻止经济崩溃的关键时刻，美联储提高利率扼杀了



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

病人。感谢美联储搞砸了，大衰退变成了大萧条。

保证金百万富翁很快变成了保证金身无分文者，被迫清盘然后破产，因为他们的损失远远超过了他们的净资产。一些人最终的结局是在大街上卖铅笔。另一些人从高楼的窗户跳到大街上结束生命，留下大笔的突然增加的资产需要重做安排。这个悲剧鼓励建筑师设计了那些窗户无法打开的高层建筑，这是今天一个普遍的特点。

普通人在本质上没有被大衰退影响，因为公众没有进入市场，尽管华尔街上的擦鞋童和电梯操作员也在给大亨们推荐最热门的消息。失去了长期投资者持有股票的压仓后，股票丧失了稳定性。这样看来，大衰退来自于陈旧的情景。它不会重演，也不能被重演，因为现代金融系统不允许它重演。

今天的华尔街不会允许，有四分之一的美国成年人拥有股票，为市场提供了重组的压仓；共同基金的专业人士控制了大部分的资产；经过良好培训的美联储精确的博士执行者（也就是格林斯潘）的命令；银行储蓄有保险，有高度警惕的证监会，全球性的市场，计算机告诉每一个公司的每一个细节；经济学家和预测者们展望所有的问题；另一次大衰退不可能发生。

但真实的故事是什么呢？在 20 世纪 20 年代很多数据没有收集，因此没有人确切地知道有多少美国人拥有股票。但是有证据表明公众比以往所认为的程度要更加广泛地与股票市场相关联。当艾德佳·劳伦斯·斯密斯（Edgar Lawrence Smith）的《普通股作为长期投资》（*Common Stocks as Long-Term Investments*）是一本全国性的畅销书时，怎么会不是这样呢？当共同基金（基金那时被称为“投资信托”）狂热地爆发时，怎么会不是这样呢？

至于大衰退是否让人们感到惊讶，1929 年夏天预警的旗子到处都在飞舞。鲍尔·沃伯格（Paul Warburg），美联储的奠基人之一，警告了非理性的繁荣，正像艾伦·格林斯潘 1968 年以后所做的那样。罗杰·巴伯森发出了他著名的预言：离开股票。查理斯·E. 美瑞尔（Charles E. Merrill），美林的美瑞尔，建议自己的客户离开股市（当时在同事对他的心智提出疑问后，美瑞尔忍受了精神病医生的 28 个疗程）。迪恩·维特（Dean Witter），著名的维特院长，1929 年 4 月在办公室内发出了悲观论调：人们正在买入股票，没有考虑“价值、盈利能力、分红、现在和将来。他们仅仅因为希望股价会更高而买入股票”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"我可以清楚地记得我找不到任何1928年的价值依然存在的正当理由，"迪恩·维特后来回忆到，"并且在很多情况下加以卖出或者建议不要购买。我明显错了，价格在1929年越来越高。然而我唯一错的是没能够准确找到市场的顶点。"

关于美联储在应该降低利率的时候反而提高利率，从而导致了大衰退的说法只有一半是正确的。美联储在1929年确实提高了利率，调控多年货币放松的情况，正是这种情况导致了繁荣的市场，并在冷却下来时形成大崩盘。但是在大崩盘之后的1930年，美联储降低了利率(6次，不算少)，就像现代的美联储在1987年大崩盘后会(已经)做的那样。美联储的银行家并非如某些人所描述的那样在危机来临时那么无能。

大崩盘在曼哈顿下区没有导致自杀率明显上升(详细信息可以参考威廉·克林佳曼(William Klingaman)1929年所著《1929，大崩溃之年》(1929，*The Year of the Great Crash*))。从高楼的窗户跳出是很少见的，并且通常与大崩盘没有关系。一个广播公司的执行官从莱克星顿大街希尔顿酒店的顶层跳下，留下一个纸条写着"我们一文不值"，但那是在10月3日，在金融市场跳水之前两周。一大群人在黑色星期一之后的早晨聚集在一起，看到似乎是一个沮丧的投资者在一个大厦横梁上坐着，结果是一个建筑工人在吃午饭。温斯顿·丘吉尔正在盯着曼哈顿萨维广场酒店的窗外时，一个下坠的人穿过他的视线，但是再一次，没有证据表明跳楼者是一个投资者。

全国范围内，有些一无所有的投资者结束了自己的生命，但是地球引力不是这些致命事件中所选择的唯一武器：两个来自纽约和费城的银行家(手枪)；一个长岛的股票经纪人的妻子(同样是手枪)——她丈夫的客户希望她改为朝她丈夫开枪；一个罗切斯特公用事业的执行官(头撞壁炉)；一个来自密尔沃基的个人投资者(同样的方式)，留下了一个纸条写着："我的身体应该用于科学……我的同情心给我的债主。"

一个罗德艾兰州(Rhode Island)的人死在他的经纪人的办公室(心脏病发作，被报价单吓的)，但这不是自杀。哈利·克劳斯比(Harry Kreuger)，J. P. 摩根合伙人的儿子，被发现死在一个妓女的怀里，那个妓女显然让他参加了一场致命的鸦片狂欢，警察的结论是这个死亡和股票毫无关系。

爱华·克鲁格(Ivar Kreuger)，也被称为"瑞士表王"，手表制造行业的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比尔·盖茨，1932年3月在巴黎向自己开枪。克鲁格为自己公司股票的低迷感到沮丧，许多美国人拥有这些股票，《时代》杂志在大崩盘前让他做了封面人物。他死亡的新闻导致1932年纽约证券交易所大厅里一阵小的惊慌，但在那时，股票价格几乎到达底部。

关于破产的投资者一起从高层建筑跳下的夸大传闻是如何开始的是一个谜。可能来自于酒吧，在那里喜剧演员把大崩盘转变为新鲜的表演。威尔·罗杰斯(Will Rogers)说：

"情况发展到这样的地步，纽约宾馆中的服务员会问进来的客人，'你需要房间睡觉还是跳楼?'而且你不得不排队等候一个窗口来跳楼。"

罗杰斯是处于嘲笑的情绪中，因为他按照大亨伯纳德·巴洛克(Bernard Baruch)的建议，在接近顶部时退出了市场，而巴洛克自己当时仍在市场中，这个情况直到20世纪80年代才被发现。发现者是吉姆·格兰特(Jim Grant)，他在完成定期的看空评论之外，还抽时间出来写巴洛克的传记。

在1929年和1997年之间不同点和相同点同样多。20世纪20年代低通胀，企业盈利很得意，与20世纪90年代相同，我们有畅销书《贝尔斯通女士》(*Beardstown Ladies*)，他们有畅销书作者埃德佳·劳伦斯·斯密斯(Edgar Lawrence Smith)。1929年共同基金广泛流行，1997年同样。两段时间都是美国创新性的展示阶段：20世纪20年代，亨利·福特和相关的企业家把汽车开上了高速公路；20世纪90年代，比尔·盖茨和相关的企业家把数据放到了信息高速公路上。汽车制造公司是纽约证券交易所的明星；计算机公司是纳斯达克的明星。

20世纪20年代有一轮共同基金热潮，现在又来了一轮。20世纪20年代大多数的基金持有人相信他们是安全的，并且相信他们杰出的基金经理能够保护他们免遭大衰退——与今天的基金持有人一样。1929年股票以愚蠢的价格(超过盈利的20倍)出售，1997年是更加愚蠢的价格。

在某些方面，美国在20世纪20年代有更好的情况。美国在当时有全世界最快的经济增长，没有贸易逆差，没有联邦赤字，低税率，低的人口数量、企业数量和国债数量。今天，我们增长缓慢，有巨大的贸易逆差，我们是世界上最大的负债国，税率很高。许多家庭支付的税款比他们在食品、衣服和住宿的开销还要大。在20世纪20年代，每一个政府职员对应有10个工厂的员工，今天取而代之的是政府职员比工厂员工更多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场的鼓吹者们继续向我们保证大衰退再也不会发生，因为产生它的世界已经不复存在。如果真是这样，为什么来自弗里德里克·刘易斯·艾伦(Frederick Lewis Allen)对20年的回忆的描述：《浮华时代》(*Only Yesterday*，中译本由上海财经大学出版社2008年出版)，听起来如此熟悉？

每一次经济学家和预测者们叫喊狼来了、狼来了，狼总是来了又飞快地走了。每一次美联储委员会表达对通胀的担忧，而通胀并没有带来困难的时光。经济处于危险中？为什么有这些废话！工厂正在全力以赴地运转，统计指标表明经济处于最健康状态。

存在过度生产的威胁么？还是废话！难道企业考虑的不是去满足能糊口的购买力？商品的价格难道没有保持在合理的水平？哪里有过度堆积的货架、库存？哪一个行业分析师被普遍地接受为风暴的信号？看看当前正在领涨的股票的特点！当很多前几个月涨得很高的股票正在下跌过程中，那些稳定、管理保守的公司正在取得真正的季节性涨幅，如美国钢铁、通用电气和美国电话电报公司——就是那些关注未来的最谨慎的投资者会选择的公司……最终，看多的投资者长期说的话必将成为现实。这是一个新的时代，繁荣之花将更加完美地盛开。



1929年大崩盘的幸存者都大胆地发表看法——今天都是看空者

有3个1929年大崩盘的亲眼目睹者，在那次崩盘中都保护资金幸存，并且今天仍在从事股票交易：菲利普·凯睿(Philip Carret)，菲尔·费舍(Phil Fisher)和罗伊·纽博格(Roy Neuberger)。凯睿1997年100岁，另外两个人都是90多岁。在这本书的写作中，他们3人都能在各自的办公室中找到，他们桌子旁边的同事可能是他们的曾孙。对于内战最后幸存的南部同盟的寡妇意味着什么，这个灰白头发的三人组合对华尔街就意味着什么。

加在一起，他们在熊市和牛市中拥有股票的经验超过200年。他们是否在告诉我们一些事情来使我们转变为20世纪中第二次或者第三次看空？以下以缩略的形式描述他们的投资生涯的故事。

心血管搭桥手术发明时凯睿已经60岁了，有氧运动课程、有线电视和个人电脑出现时已经70岁，微软上市时已经85岁。他知道1913年第一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

届哈佛—耶鲁竞赛的比分(36：0 哈佛取胜)，因为他就在那里，是哈佛的学生。他眉毛上毛发的数量超过了他头上头发的数量，这让他看上去像是一只良好喂养的秃鹰。他按照投资顾问的方式着装(衬衫、领带和西装)，以 100 岁的高龄，在曼哈顿中区 9 楼的办公室里按照正常的工作周上班。

在他的小卧室里，凯睿用狼、月食和巴菲特的照片环绕自己，加上两个反律师的标语——莎士比亚关于杀死律师的著名的引用，还一句意大利语的广告词，翻译过来大概意思是："猫嘴边的老鼠比被律师套牢的客户的幸存机会要大。"

凯睿和《积极思考的力量》(*The Power of Positive Thinking*)的作者诺曼·文森特·佩尔(Norman Vincent Peale)之间的友谊使他看上去不像是看空者。他曾经自愿写一本配套的书《消极思考的毁灭力》(*The Destructive Power of Negative Thinking*)，但佩尔不想让他写。"尽管我赞同他的观点，"凯睿说到，"但仅仅是'消极'这个字就足够使佩尔感到厌烦。"因为自 1893 年来每一个熊市都幸存下来，凯睿值得在这里被提及。他对月全食的投入(他个人就看到过 19 次)告诉我们人对黑暗的一面有某种迷恋。

1927 年，凯睿来到纽约，加入了布利斯—维特(Blyth，Witter)公司，一直到布利斯与维特分离。他作为一个公司内部经济学家追随布利斯，并且很快发现他自己在管理一个早期版本的共同基金——美国—英国和大陆(American, British & Continental)投资公司。因为很多著名的外国银行与这个基金有联系，投资者为每股出价 40 美元，而凯睿计算每股最多值 1 美元。1929 年大崩盘之后，它每股最高不到 1 美元。

伴随着市场的惊慌和崩溃他幸存下来，凯睿对 1929 年的经历记忆最为清晰，他认为这段经历比人们想像的创伤要小。他能够回忆起的唯一一起跳楼是一个歌手从百老汇大街 120 号跳下，但那发生在 1931 年。"1929 年大崩盘与其说恐怖，不如说更加令人兴奋，"他说到，"多数专家把它看作是一个必需的滋补品，镇定冷却市场把泡沫撇掉。"

撇掉泡沫后两周，凯睿参加了一个哈佛经济社团的会议，在会上听到了全国最顶尖的商业预言家们，包括克里夫兰德信托(Cleveland Trust)的雷纳德·艾瑞斯(Leonard Ayres)，坚持认为下跌是短暂的。多数经济学家依然看多，就像他们在大崩盘之前的夏天时一样，正如凯睿所记忆的，"几乎没有美国人，从华尔街的官员到格里的炼钢工人，看到地平线上有任

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何阴云。美国是富有的并逐步繁荣。国家在成长，人民充满活力。繁荣没有理由不应该继续下去，如果不是永久，也至少是很长一段时间。"

到1932年，四分之一的劳动力失去工作，包括凯睿。在快要绝望的情况下，他和两个朋友发起了他们自己的共同基金——先锋基金，华尔街不招聘人，去找工作是浪费时间。

50年之后，先锋基金使其持有者富有，每年的复合收益率高达13%，尽管在20世纪30年代早期曾经亏损，先锋基金与另一个更大的基金合并后，凯睿离开了基金行业。他和一个小小的团队，包括他的一个儿子和儿媳妇，现在管理着2.25亿美元的私人投资组合。

在他在先锋基金的职业生涯中，尽管他在一些大幅下跌中"减少"了股票，但凯睿几乎总是和看多者站在一边。1987年道一琼斯指数下跌500点的那天，他正在意大利罗马的旋转俱乐部作演讲。"他们都想知道将会发生什么，我自己也不知道。我现在仍然不知道，"他谈到那段令人困惑的经历时说。

凯睿相信他不会比1997年道一琼斯指数在7 000点时更加悲观，在那个水平，他预测有1 000到2 000点的下跌。"在我自己的投资组合里我没有为此做任何事，"他说。"如果股价下跌，投资组合也会下跌。我已经100岁了，随时都有可能失灵。如果我在熊市的底部失灵，将会节约很多遗产税。"



菲尔·费舍

菲尔·费舍的办公室在加利福尼亚州的圣·马蒂奥(San Mateo)，有两个房间，两个办公桌、三把椅子、一组文件夹，分别是费舍和一个秘书的。在他的桌上有四支铅笔(一支秃头)和五张纸。没有计算机、没有行情机、没有彭博资讯系统，也没有考特伦(Quotron)系统。

如果天气允许，费舍步行大约半英里穿过一个"可爱的花园"。或者他的夫人开车带他一程。

90岁的时候，他仍然是一个积极的资产管理者，有很多大的客户。费舍每年至少走访在其投资组合中的公司两次。这迫使他限制自己持有不多的一些股票——"5.5个不同头寸"是最近一次的统计，其中"0.5"是对少数几个股票的尝试性购买。"我偏好于拥有6～9个公司，"他承认道，"但是我不想为得到另外3个公司的股票而降低我的标准。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于自己拥有什么股票，费舍拒绝评论。“我的客户付钱给我去选择股票，因此无偿地透露这些股票是不公平的，”他解释道。多数基金经理会等不及宣传他们的最大持仓股票，但费舍不是这样的。

一部传真机是唯一的证据，证明现在是 1997 年而不是 1929 年，当时费舍进入投资行业，并且做了一个英明的预测：离开股票，一轮巨大的熊市正在来临。可他没有完全执行自己的建议，根据市场下跌时不是全部都下跌的理论，他还是买入了一些看上去很便宜的股票。尽管这段经历可能会让他相信在熊市中应该减轻仓位，但在这之后的 60 年中，他在所有的上涨和下跌中都保持满仓投资。

自 1929 年后费舍只有两次感觉到另一次大衰退即将来临：(1)1987 年，当时他刚好 80 岁，在《福布斯》杂志的专栏上发布了一次熊市的警报(尽管他在那次下跌中保持满仓投资)；(2)1997 年，“不要完全相信我的话，”谈到他最近对熊市的预测，“但是我有一种感觉，今天我们正走的路就是 1927～1929 年之间的某个地方。”

“足够多的人感到恐慌，因此可能我们还没有达到顶部，但是当我听到谈论关于现在是一个新时代，一个永久繁荣的高地，以及其他一些胡扯时，我感到不安。这和我在 1929 年大崩盘之从另一个费舍(Irving)那里听到评论相同。”

现在，他在长期职业生涯中第一次谨慎地进行操作，在他的投资组合中保留了一部分现金，并建议他的客户也这样做。“他们开始时抵制我的建议，”他说，“因为我教他们选择市场时机是很愚蠢的。但在这个时点我让他们相信，他们最好留多一点现金。”

罗伊·纽博格

“这里反对的呼声很大，”在领路到纽博格的办公室的路上时他的秘书说道，“公司里一半的人不想让他接受这次采访。”熊市在纽博格和波曼(Neuberger & Berman)公司是一个难以处理的话题。在 450 亿美元的共同基金中，他们多数的客户是处于多头。

纽博格刚到 94 岁，但是年龄并未让他的思维变得迟缓，也没有减少他对 1929 年大崩盘的记忆。那一年他离开了巴黎，离开了艺术家和作家之中的生活，来到了华尔街，开始了在经纪商和交易员中的生活。3 月份他买入了自己第一只股票，大约同时菲尔·费舍也在买入自己的第一只股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票。他也卖空股票——美国广播公司(Radio Corporation of America),著名的 RCA。一个“看多联合体”正在买入 RCA 股票,推高了股价,并且吸引了更多买入者,从而进一步推高股价,这样联合体的成员将获得巨大的利润并退出。这一特别的喧嚣中的推波助澜者包括对克莱斯勒股票的华尔特·克莱斯勒(Walter Chrysler),对美国钢铁股票的查理斯·斯科维伯(Charles Schwab),查理斯·斯科维伯的爷爷是一个折扣经纪商。

“在每 1 股分为 5 股之前 RCA 的价格达到过 574 美元,并且没有什么原因会导致过分的股价修正,”纽博格回忆到,“我找老一点的投资者向寻找其解释,没有得到有启发的答案。人们说,‘我们正在进入一个广播的时代。’”

纽博格预感到一旦推波助澜者获取利润股价将发生崩盘,后来确实是这样。最终,RCA 价格达到 2 美元。与此同时,这个年轻的卖空者在下跌中赚取了自己的利润。

同时,纽博格(25 岁)受雇于一家经纪公司的后台,记录交易。他记得黑色星期四——10 月 24 日,是一个狂热的事件。周五和周六与前一天相同,当时交易所开盘两个小时。在 3 个交易日中如此多的股票换手,为了完成书面工作,纽博格连续 3 天起床晚了。“由于经纪公司落后交易如此之多,”他回忆道,“人们直到第二天才能知道他们的股票下跌了多少。”

10 月 28 日星期一,交易量更多,纽博格工作到午夜。他乘出租车回家小睡一会儿,再回公司工作,记录交易一直到破晓。他没有回忆办公室里有多阴暗,“5 个月以后,道一琼斯指数恢复了跌幅的一半。金融和政治领袖们宣布恐慌是一种反常情况,预测繁荣马上就会来临。当然,他们都错了。”

纽博格在大崩盘和后续结果中盈亏平衡;来自空头头寸的盈利与他来自多头头寸的亏损相等。“可能我的小账户是历史上第一个对冲基金,”他开玩笑道。很快,这个亲法国者和投机者就开始管理其他人的资金。在股票 1932 年遭遇尼亚加拉瀑布般暴跌的时候,他通过一些时机把握住了很好的卖空来保护了客户们的资本。那一年的 6 月 29 日他结婚,同一天道一琼斯工业指数达到历史最低点:41.22 点。

1939 年纽博格设立了他自己的公司。从那以后,在“95%的时间”中是看多的,偶尔会在空头赌一把。“在 1972~1973 年后期我对冲了我的投资组合,”他回忆道,“当时那些所谓的‘漂亮 50’公司的股票以 50 倍市盈率的价格交易,非常不漂亮的价格。我 1987 年在一轮可笑的价格上涨之后,



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对投资组合进行了对冲。今天，我只为我自己和我的家庭管理资金，但是股票又经历了一轮可笑的上涨，因此我又一次进行了对冲。在目前这个时点，我卖空股指期货，卖空微软，卖空可口可乐——这个世界上最受欢迎的饮料。”

纽博格转动他的椅子来面对电脑屏幕，他正在跟踪可口可乐(KO)和微软(MSFT)的股价，那天当时它们的价格正在下跌(道一琼斯指数在采访期间下跌了160点)。“我也想卖空英特尔，”他说道，“但是我不会卖空任何在我们公司的共同基金投资组合中拥有的品种。”

他拿起可口可乐的股价图，图中显示股票在过去12个月中以42倍市盈率交易。“1996年销售仅增长3%，我想不通为什么人们愿意支付42倍市盈率的价格，”他说，“这是我卖空250万股的原因。但到目前为止，我在这件事上还是个傻瓜。我应该意识到全世界都对可口可乐上瘾。”

我们到街对面40层楼下的烤羊肉餐厅去吃中饭。纽博格戴一顶圆帽子，穿着夹克大衣，手持一根藤条拐杖，整个打扮为很轻快的式样。“给我一罐健宜可口可乐，尽管我卖空了它的股票，”他对服务员说。在上色拉的过程中，他把可口可乐与强生(Johnson & Johnson)进行对比，并且发现后者是一个更好的投资，因为它有着多样化的产品线。主菜来的时候，他在打电话要求证监会调查那些以高价回购自己股票的公司，这种行为压榨了卖空者。“可口可乐已经正在激进地这么做了，”他说。“整个美国的工业都流行这样做了。他们不去建设新的厂房或是购买设备，而是买入自己的股票，并且他们用借来的钱这样做。他们赌得太大了。”

“你意识到了么，”当服务员把账单放在桌上时他说，“可口可乐的账面价值每股少于3美元？但是这种时候谁在意价值呢？在这个疯狂的市场，最佳拥有的股票就是价格高估的股票。它吸引了更多的购买者，这导致它的价格被更加高估。”

悲观主义者的历史

向前和向上。我从来也没有发出过这些单词。

——吉姆·格兰特

20世纪的美国股票提供了大约9%的年度收益率，尽管这种说法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能是真实的，历史上经济发展的一个更加普遍的特点是周期性发生的对财富的大规模摧毁。

——马克·法伯(Marc Faber)

马克·法伯，一个扎着马尾辫的游荡者，生活在中国香港，在那里他的欧亚混血太太开了一家泰国餐厅。同时法伯花时间写《萧条、繁荣和毁灭报告》(Gloom, Boom & Doom Report)(强调的是毁灭)。他也管理资产投资于其他人不敢投资的地方，例如委内瑞拉债券，当时暴乱分子还在加拉加斯(委内瑞拉首都)的大街上，总统的行李正要运往迈阿密。作为一个现代金融业的"原始人"，法伯也研究了一长串原本是繁荣社会的衰退和破灭：

- 孟斐斯(Memphis，古埃及城市)、阿卡德(Akkad，古巴比伦)、乌尔(Ur，古代美索不达米亚南部苏美尔的重要城市)、底比斯(Thebes，古希腊比奥西亚(Boeotia)的主要城邦)、巴比伦(Babylon)、阿瓦里斯(Avaris)、尼尼微(Nineveh，古代亚述的首都)——都是从繁荣中衰退，多数都从地图中消失。
- 巴比伦、美索不达米亚的明珠，但是今天，考古学家找不到它。
- 耶利哥古城(Jericho，巴勒斯坦的古城)，被约书亚(Joshua)所夷平。
- 玛雅人消失了。
- 希腊、罗马、拜占庭和神圣罗马帝国都缩小了。
- 印加人和阿芝台克人被西班牙人战胜；西班牙人被拉丁解放者战胜；拿破仑被英国人战胜；英国人被美国人战胜。

按照真正长期的观点，像法伯所倾向的那样，谨慎的投资者应该看空并敏捷。法伯注意到"繁荣中心的持续地转移，因为战争、腐朽、恶性通胀、萧条、贸易线路变化、内部冲突、瘟疫等原因。更进一步，灾难来袭和财富消失总是在强大自信和无敌的环境中发生"。

按照完全信息披露的精神，并且作为对流行的"自我乐观主义"的清醒剂和对自满的股票挑选者的一个谨慎的提醒，下面是一个以往出现赤字时的法伯类型的经历。

在把曼哈顿移交给荷兰人换取了价值 24 美元的玻璃珠的交易后，印



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第安人回避了3个世纪的纵火、水源破坏、灯火管制、失业、领取救济金、乱丢垃圾、盗窃、人身攻击、谋杀、强奸、和更高的税率。

詹姆斯敦(Jamestow)(1607年英国在美洲建立的第一个殖民地，在弗吉尼亚州詹姆士河的河口处。——译者注)殖民地，约翰·鲁佛(John Rolfe)差点丢了性命，而投资者损失了他们的衬衣。如果殖民冒险活动对那些提供资金的风险投资者而言是有利可图的，这种情况也很少。朝圣的支持者很少有被足额地支付；罗德艾兰州和曼彻斯特湾的支持者也一样。新世界(很多地方很像旧世界)建造在失望和坏账基础上。

法国人在一个小伎俩上损失了他们一生的积蓄，那个小伎俩是一个名叫约翰·劳(John Law)的苏格兰投机者在18世纪早期发明的。因为在决斗中杀了对手，劳潜逃到巴黎居住。在那里他的从债务中拯救法国的计划吸引了照顾国王的人，也就是摄政王的兴趣，当时是摄政王在管理国家。

劳得到摄政王的允许设立了皇家银行。银行发行"票据"卖给公众，募集的资金被用来支付政府大量的债务。这些票据能够卖出，仅仅是因为皇家银行承诺在需要的时候会按照面值支付等量的黄金。黄金来自于密西西比法国控制地域的大量储备。1718年，通过向公众出售新设立的密西西比公司的股票，野心勃勃的采矿梦想获得了融资。

密西西比股票如此受欢迎，它的发行导致了露天股票交易所外大街上大量的马车堵塞。令人尊敬的女士们把她们的身体奉献给那些能够卖给她们一些股票的经纪人。在获得股票的愿望时，购买者忘记了询问密西西比是否已经发现了黄金。哎，那里最终没有发现黄金。

一旦这个令人难过的真相开始被察觉，密西西比股价在13个月中下跌了99%，大幅的下跌导致皇家银行和大部分法国银行体系的崩溃。由于没有黄金兑换钞票，劳的银行立刻放弃了它的承诺，宣布它的钞票不能再转换为黄金。1720年的一个血腥的下午，主要分行的一次挤兑中有15个储蓄者被挤压致死。在幸存者将愤怒发泄到劳身上之前，他逃跑到了威尼斯，在那里他找到了宗教。

穿过英吉利海峡，一个密西西比类型的机会，南海公司(South Sea Company)，被提供给英国的投资者，他们像法国人一样热情地拥抱这家公司。南海公司的发起者承诺通过与殖民地的贸易利润来支付巨额的英国政府债务。这需要船只、仓库、雇员和配套设备，都是通过卖出南海公司股票获得融资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同样，对股票的需求非常强烈。在南海公司还未获得一便士的利润前，股价从每股2英镑上升到1 000英镑，彼得·林奇称之为一次“500分的本垒打”。

500分的本垒打在1720年南海公司股票的熊市中很快破灭，投资者只剩下炙热的空气和84%的损失。伦敦股票交易所的其他股票表现一样差或者更差。当全部损失汇总起来，伦敦股票交易所的股票在不到2年的时间里下跌了98%。

交易所之后关闭了半个世纪，政府认为股票经纪是一种犯罪。英国陷入60年的衰退，工业生产基本停滞。南海公司的惨败所带来的困境导致英国长期缺乏资金，这也是领导层决定在美洲殖民地采取新政策获得额外收入的原因。美国人的反应是发动了一场革命，同时，在1720年顶点买入伦敦股票的投资者直到1784年也没有实现盈亏平衡。

美国孕育于债务，诞生于重组。

——《巴伦》周刊头条，1994.2.7

为了从英国的赤字中解放他们自己，他们承担了沉重的税赋，殖民者产生了他们自己的巨大赤字。由于没有权利去向任何人收税，大陆议会通过借钱来支付账单，并开动了印钞机。后者是战争期间80%的收入来源。胜利者面对着混乱，包括剧烈的通胀和等于国民生产总值十分之四的联邦债务。

亚历山大·汉密尔顿(Alexander Hamilton)提出了稳固国家债务的方案，用简便的支付方式来和债权人清算。他意识到没有收入来源就无法偿还债务，因此他提议对进口征税。1789年国会通过了汉密尔顿的《关税法案》，在7月4日成为法律生效。这个法案宣布对“蒸馏液体”进行征税，并导致了被称之为威士忌暴动(Whiskey Rebellion)的起义。这是一次关于烈酒的波士顿茶叶党(Boston Tea Party)行动，不再是小打小闹。在这次起义中，是美国的法律制定者而非英国人是坏人的角色——这也是威士忌暴动在学校的表演活动中不被重演的一个原因。

铁路公司的流氓男爵赢得了西部。尽管从政府那里免费得到了全国三分之一的地产，铁路公司也没有达到最终的目标。铁路公司是华尔街上连续的违约者，使得债券持有人和股票持有人都一样地破产。在美国新兴市场中超过一半的投资来自于欧洲(多数是英国)。这些投资因为银行破产、违约和熊市而大量损失。19世纪使美国变得强大的因素导致了欧洲



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的衰退，正像20世纪使亚洲变得强大的因素正在导致美洲的衰退。

那时每隔大约20年，就有一起银行破产，没有储蓄保险来保护客户。新兴的美国经济在一次又一次的崩盘中徘徊。1819年的崩盘让“痛苦”这个词进入金融词汇。1837年发生另一次崩盘，当时密西西比州、路易斯安那州、马里兰州、滨州、印第安纳州和密西根州像原始的香蕉共和国一样拒绝偿还他们的债务。债券持有人大多数还是来自于大西洋彼岸，永远也没有被足额支付，尽管各个州都不诚心地尝试部分地偿还。没有被支付的债权人对美国人没有发狂，取而代之的是美国人对债权人发狂。人们想要知道，为什么外国人可以要求偿还从而使境况雪上加霜？

根据一些经济历史学家的看法，1857年的崩盘可能有助于导致内战。战争像以往一样通过印钞机来融资。1862年4月，联邦机构发行了被证明为和大陆币一样没有价值的钞票。国家的还款狂欢跟随着公众尽可能快地用掉手中的现金。食品、衣服和其他商品的价格在财政部所带来的通胀中大幅上涨。官方否认了先前把纸币转换为黄金的承诺。

通胀变为通缩，之后转为1873年的萧条。尤利塞斯·S. 格兰特(Ulysses S. Grant)受到同僚发放更多货币来拯救经济的压力，但他抵制住了。格兰特(和格鲁夫·克里夫兰德(Grover Cleveland))成为自那以后“硬通货”支持者的一个英雄。

1893年伴随着一轮熊市，商业发生了崩盘。美国的贸易伙伴失去了对美元的信心，他们把手中的美钞换为黄金。大西洋上的货轮被从美国银行仓库中转运到欧洲银行仓库的黄金压得很低。当“双金属主义”——用白银像黄金一样支持美元的计划——被克里夫兰德总统否决时，白银采掘业发生了崩溃。阿斯潘州、科罗拉多州被抛弃了，更多的铁路公司破产。

美国经济在1907年陷入萧条，1911年衰退，并在1917～1919年再次发生。新成立的美联储向银行系统注入资金来挽救经济，通胀也同时受到了挽救。1921年，美联储反向操作从银行系统抽取资金，通胀被遏制但经济增长也停滞不前。那一年的后期，美联储第三次改变方向，为银行提供流动性。资金连续8年被注入银行系统，到1928年股票市场被抬到历史高位，并再一次导致了全国性的黄金供给竞赛。

1929年，美联储停止资金注入，开始抽取资金，股票市场崩盘。1930～1931年，美联储停止抽取资金开始注入资金来使经济脱离衰退。这次挽救行为失败了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在20世纪20年代，美国的总债务达到历史新高，达到国内生产总值的190％，这一纪录直到1997年达到220％才被超过。无论何种方式，国家的债务和没有清偿的负债已经达到了一个关键点，你在一个巨型的跳蚤市场上卖出整个国家的净值——房地产和股票，收入不能覆盖全部债务。鲍勃·普莱彻特谈到20世纪20年代和90年代是美国债务超过资产的仅有的2个10年。

普莱彻特补充了其他我们比我们的前人状况更差的原因：在20世纪20年代，联邦预算没有赤字，政府运作下来有盈余。今天，我们有巨大的赤字。那时有较高的私人领域的债务和较低的公共领域的债务。今天，两方面都达到了和平时期的最高水平。如果股市市场崩盘，普莱彻特想要知道，会剩下什么来偿还这些债务？

迈克尔·麦兹（Michael Metz），奥本海姆（Oppenheimer）公司的首席市场策略师，调查了全国的开支情况后，指出如下的发展：在20世纪70年代，典型的家庭学会了通过让妻子重回工作岗位赚取额外的收入来满足开支需要。到了20世纪80年代，两个人的收入被证明不足以负担全部开销，同样典型的家庭用信用卡作为第三种收入来源。每个家庭现在借钱并希望未来能够偿还。当利率变动，导致没有偿还的信用卡欠款如此之大而无法偿还时，典型的家庭采取家庭资产抵押贷款，以较低的利率重新融资，但是这会吸走他们家庭的大多数资产。这导致他们生活在破产的边缘，或者甚至已经越过了破产边缘，因为每年有100万美国人被记录破产。

麦兹说典型的家庭没有别的选择，只能减少消费，较少的买入，尽早偿还信用卡，这些行为的效果将是更低的利率和更慢的经济发展。美国和其他国家的高负债水平已经耗尽了“消费选择权”，那本可以用来把经济从严重的衰退中挽救出来。麦兹看到通货膨胀趋缓，放缓的房地产销售，以及债券市场的牛市等直到“你开始看到利润的下降”之前为止都是对股票市场有帮助的。

同时，美国的外债到1996年达到了创纪录的9 000亿美元，比前一年上升了25％；尽管有4 500万家庭拥有共同基金，整个国家的储蓄率微不足道；在广泛宣扬各方都得到充分资金的政府预算中，没有做任何事来削减未来社会保障、医疗保险和公共医疗体系的资金不足。除非情况发生变化，那些高级的彩票玩家将产生下一代无法负担的债务。

今天的经济学家和市场策略师提供了一种坚定的保证：世界已经变得



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更加美好。这是否意味着在 21 世纪纽约、伦敦、巴黎、北京、东京不会重复尼尼微城、乌尔古城或玛雅人的老路？马克·法伯对此表示怀疑。

熊市的一些鸡毛蒜皮

看空者一周中最喜欢的日子

通常是在周一。在 1953～1991 年中，道一琼斯指数整体上升了2 341点，但在这个上涨过程中，在所有星期一中下跌了1 897点。在纳斯达克市场，股票也在星期一表现最差。怎么解释这种现象？在周末，人们有时间对通胀、衰退和世界问题等感到烦恼，星期一是他们对坏消息进行卖出的第一个机会。

但是，耶鲁·赫斯科(Yale Hirsch)，《股票交易者年鉴》(*Stock Trader's Almanac*)的编辑，报告了一项令人吃惊的变化：自 1990 年以来，星期一变为牛市。股价在第一个交易日比其他四个交易日上涨的次数更多。这是否意味着人们对股票如此乐观，以至于周末对世界问题的反应不再会吓到他们？

看空者一周中最不喜欢的日子

星期三和星期五。在星期三，股票在记录中获得最大的收益。但是最令人激动的上涨发生在星期五，部分原因是投资者对于到了周末感到很乐观。

看空者最喜欢的月份

9 月是 1950～1997 这 47 年间唯一出现损失的月份。2 月、5 月和 6 月的表现是可以忽略的盈利，8 月和 10 月表现普普通通。

对于股票投机，10 月是一个特别危险的月份。其他依次分别是 7 月、1 月、9 月、4 月、11 月、5 月、3 月、6 月、12 月、8 月和 2 月。

——马克·吐温(Mark Twain)

看空者最喜欢的引用

如果银行家忙碌起来，定是有什么地方出错了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——沃特·贝基豪特(Walter Bagehot)记者，19 世纪

国家可以认为现在很令人满意，并且乐观的对未来进行预期。

——卡尔文·库里奇(Calvin Coolidge)给国会的证言，1928.12.4

看空者最不喜欢的引用

请记住，我的孩子，任何看空这个国家未来的人都将破产。

——J. P. 摩根

我们唯一应该恐惧的是恐惧本身。

——富兰克林·D. 罗斯福，1933

正如华尔街已经多次证明的那样，投资者唯一需要恐惧的是他们缺乏恐惧，这导致他们为过度高估的体系支付过高的价格。

纽约证券交易所的历次关门

1873 年，作为“杰伊·库克痛苦(Jay Cooke Panic)”的后果，纽约证券交易所被关闭，当时那家著名的大集团的崩溃震动了整个金融体系。从 9 月 18 日到 9 月 30 日股票停止交易。

1914 年，纽约证券交易所自第一次世界大战开始起关闭了 4 个半月。官员们以为如果紧张的投资者没有地方卖出他们的股票，熊市就不会发生，事实上，熊市在关门令发出时就已经开始。一只股票的跳蚤市场，被称为“水槽市场”，在交易所之外活跃起来，股票价格下跌得更多。当纽约证券交易所重新开盘时，股价反弹。

1963 年，交易在 11 月 22 日下午暂停，当时肯尼迪总统在达拉斯被暗杀，纽约证券交易所在紧接着的星期一也休市。当在星期二重新开盘时，股价上涨。纽约证券交易所自 1963 年以后就再也没有关闭过，尽管交易所在 1987 年道-琼斯指数一天中下跌了 508 点的时候也考虑过休市的可能性。

1997 年，华尔街受亚洲金融风暴影响的那一天，交易很短时间的暂停了一下，道-琼斯指数下跌了 554 点。



做多和做空

当市场很小，并且没有证监会扮演导演指挥时，看多和看空的人不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

呆站在那里等待股价朝他们预期方向变化。一个有较强融资能力的大亨可以通过发动一次做多行动或做空行动或通过便利或诈骗来使股价上涨或下跌，骗得一个有利的结果。一个著名的投机者可以放出关于企业的误导信息，好的或坏的，导致其他人买入或卖出。尽管这些类型的策略在今天也不是不存在，但在没有证监会之前它们被使用得更加广泛。不道德的内部人士可以用新发行股票来冲击市场、打压股价，从而在卖空中获得利润。

那时的投资者不流行分析企业以猜出下一年的利润，或者计算出有销售和现金流是否能够超出华尔街的预期。那时这种基本面分析没有什么用。谁在乎艾利铁路公司或美国钢铁公司在做什么？唯一有意义的是一个科尼利厄斯·范德贝尔特（Cornelius Vanderbilt）或是一个丹尼尔·德鲁（Daniel Drew）在屏幕后做什么，这里提及了牛市和熊市中两个著名的操盘手。在每一次股价的大起大落中，都被认为是有大的资金在朝一个方向或相反方向推动。

不是按照彼得·林奇建议的那样去市场中发现好的股票，多数投资者在交易室玻璃覆盖的机器上的报价中寻找做多或做空所泄露出的信号。报价跟踪对于附近的大亨是非常流行的方式。任何时候当价格跟踪者看到一个股票交易量的突然上升，伴随着价格值得注意的波动，他们会推断一个范德贝尔特或是一个德鲁在幕后。通常，他们会买入一些来追随趋势。操盘手向公众展示这种手法，买入大量的股票来“画出价格图”，这导致价格上涨并且使公众相信应该去买入。最后，“英明的资金”会以最隐蔽的方式卖出获利。

你曾经听说过这个

最近你所听到的：婴儿潮将持续地将资金通过共同基金注入股票市场，这将确保可盈利的结果。“买入的支持来自一种感觉，就是第二次世界大战后美国出生的大量婴儿开始认真地为退休进行储蓄。这个理论认为他们已经创造了一种永久性的情绪机制，通过向股票共同基金注入大量的资金来提升市场。”（《华盛顿邮报》，1996 年 2 月 10 日）

上次听说的时间：1968 年。著名的投资公司进行了深入研究，卢米斯·塞莱斯（Loomis-Sayles）预测股价将会持续的上涨，这归功于共同基金，养老基金和其他“机构投资者”的持续买入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最近你所听到的：政府正在考虑一个计划，让社会保障资金进入股票市场，很多州都在考虑对他们的养老金计划做同样的事。这种来自官方的购买将使得股票成为一种不会损失的投资，并且会带给我的共同基金以惊喜。

上次听说的时间：日本，20 世纪 80 年代；美国，20 世纪 60 年代。“各个州都在将股票放入他们的退休养老金，是牛市又一次的发展，”《美国新闻》的一篇文章在 1968 年报道到，“一般的家庭有 45％的金融储蓄是股票。随着家庭收入的提高和对股票偏好的持续增长……股票价格到 1978 年将会上涨 55％。”股价没有上涨，它们下跌了！！

最近你所听到的：股票应该以不一般的高价卖出，因为它们的供给是有限的，而需求是在增长的。

上次听说的时间：20 世纪 20 年代和 60 年代。“股票价格如此好的一个原因，它是这样被解释的，是没有足够多的股票供给，因此它们获得了一种‘稀缺价值’。”（约翰·肯尼斯·加尔布雷思，《1929 年大崩盘》）

最近你所听到的：华尔街不可能发生一轮严重的熊市。美联储不会让它发生。

上次听说的时间：1989 年。“他们相信他们资金的上帝——财政部不会让市场下跌。我们共同基金的投资者狂热地相信我们资金的上帝，艾伦·格林斯潘永远也不会让市场下跌，来自西雅图的卖空者比尔·弗莱克斯特恩（Bill Fleckenstein）说道。

日经指数崩盘两年后，自负的专家们如此地相信日本的强大，以至于克林顿总统建议美国按照日本的方式进行重组，让生产普通商品的工业与政府发展出更加紧密的关系。相反已经承受了太紧密关系影响的痛苦，日本决定按照美国的方式进行重组，政府和企业间更多地进行分离。

同时，20 世纪 90 年代末期的道—琼斯指数已经模仿了 20 世纪 80 年代末的日经指数，上涨中也没有一点停滞，直接达到了非常可笑的高价王国。专家们曾经说过什么？美国的经济是世界上最强大的，这就意味着，弱小的美国公司理应像他们的日本竞争对手那样按照 20、30、40 倍的市盈率卖出。

弗莱克斯特恩回忆道，“日本被假设有 3 个优势：强势日元，低利率，低油价。我们有不同的 3 个优势：低通胀，稳定的利率和受控制的经济，知书达理的美联储。日本的投资者有管理着4 000亿美元的巨兽——野村证



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券。我们有我们的管理着4 000亿美元的巨兽——富达基金管理公司。”

弗莱克斯特恩为一个客户和自己赚取了巨额的利润——下注于日本股票市场被高估了。尽管在日本卖空一只股票是违法的，他发现在阿姆斯特丹有一些“看空期权”在交易。他在下跌的底部附近变现了他的看空期权，然后飞到东京去进行庆祝。

表 9　　美国股票市场的重大下跌

1929～1932	下跌 89%
1937～1938	下跌 49%
1906～1907	下跌 49%
1919～1921	下跌 47%
1901～1903	下跌 46%
1973～1974	下跌 45%
1939～1942	下跌 40%
1987～1987	下跌 36%
1968～1973	下跌 36%

资料来源：约翰·丹尼斯·布朗(John Dennis Brown)，《痛苦的盈利》(*Panic Profits*)。

表 10　　美国股票市场最难以获利的 5 年

1931 年	道一琼斯指数下跌	52.70%
1930 年	道一琼斯指数下跌	33.80%
1937 年	道一琼斯指数下跌	32.80%
1974 年	道一琼斯指数下跌	27.60%
1932 年	道一琼斯指数下跌	21.30%

资料来源：艾伯斯通 SBBI 年鉴。

表 11　　自 1929 年以来最大的 5 次下跌

1987 年	10 月 13 日～10 月 19 日 10 月 19 日下跌 508 点后，道一琼斯指数在 4 个交易日中下跌 30.7%
1940 年	5 月 9 日～5 月 24 日，道一琼斯指数在 13 个交易日中下跌了 23.1%
1938 年	3 月 15 日～3 月 31 日，道一琼斯指数在 14 个交易日中下跌了 22.2%
1973 年	10 月 29 日～12 月 5 日，道一琼斯指数在 26 个交易日中下跌了 20%
1939 年	3 月 14 日～4 月 8 日，道一琼斯指数在 21 个交易日中下跌了 19.6%

熊市的有关定义

熊市(Bear market)：股价下跌 20%(含)以上。华尔街在过去半个世纪中经历过 8 次熊市，大约每 6 年一次。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下探(blip)：股票市场平均下跌 5%(含)以下。

调整(Correction)：通常对于股票市场平均下跌超过 10%但不到 20%的委婉说法。用积极的方式表达消极的含义，就像"撞到树上后我的汽车的前挡泥板被调整了一下"。

亏损殆尽(Wiped out)：1957 年 5 月～1964 年 5 月，一个投资者管理的投资组合从62 000美元下跌到 297.78 美元的历程——当时股票市场总体表现较好。这本书中很难找到这个词。

得到华尔街的奶油泡沫(Getting Creamed on Wall Street)。由"霍雷肖·奥格(Horatio Alger)"(笔名)编写的小册子。作者决定在股票中投机来补充其收入。尽管他拥有 MBA 学位，专业是金融，作为一个股票经纪人非常节约，并在一个大的石油公司接受研究分析师的培训，他的结果还是不清楚。

他采用技术分析，研究价格走势图，安装了报价机。1982 年早期做了很多盈利的卖空交易后，他退出了日常工作。之后他报告说他在"比记忆中的任何时间段都要多地吃安眠药和抽烟"。紧接着做了很多笔亏钱的交易，到年底时他离开了工作并且身无分文。

那么从我所有的经历中我学到了什么？我对你说："不要买股票。把你辛苦赚来的钱放在银行，以及从当地的联邦储备银行购买国债。"

看空者最得意的记忆

1931 年为了应对压力，纽约证券交易所禁止了所有卖空，两天后当更加冷静的头脑占据主流后又取消了这个决定。纽约证券交易所直到今天仍然坚持"上涨规则"，这保证了股票只有在价格上涨的过程中某个时刻被卖空。

一个调查，被伪装成"听证会"的形势，在参议院银行和货币委员会举行。纽约证券交易所，由傲慢的理查德·惠特尼(Richard Whitney)所代表，为卖空进行辩护，或者为至少华尔街应该自己解决这个问题的理念进行辩护。

惠特尼说一个没有卖空的市场就像只有一条腿的椅子。当委员会公开 350 个被认为卖空了市场的一流的卖空者名单时，惠特尼出现在证人席上。这个炸弹没有产生效果，名单上唯一被每个人都认出的名字是绰号为"卖空一切"的本·斯密斯(Ben Smith)。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在华尔街历史上一个伟大的时刻，傲慢专横的惠特尼，穿着他固定的衣服，在怀表链上挂了一个金猪，向斯密斯请求贷款。尽管惠特尼曾经在给参议员的证词中为卖空进行辩护，斯密斯还是很讨厌惠特尼和他势利的腔调。

说他"想要这一切尽快的过去"，惠特尼要求"看在他的面子上"给他一笔25万美元的贷款。"我说他高估了他的面子，"斯密斯后来回忆到，"因此他告诉了我他的故事并且已经没有退路，他必须有25万美元。我坦率地告诉他我不喜欢他——因此我不会借给他一分钱。"

惠特尼后来被关进了监狱，因为从他公司的客户，很受尊重的J. P. 摩根那里偷钱。这是华尔街最大的丑闻，并且惠特尼向看空者祈求贷款是所有看空者最伟大的时刻。

看空者进行曲

以下信息以约翰·丹尼斯·布朗的《痛苦的盈利》为基础。[1]

1890年6～12月。结果：道—琼斯指数下跌26%。经济衰退，企业坏年景，因为国会通过了《谢尔曼白银法案》(Sherman Silver Act)，美元失去了支持，英国投资者因在阿根廷的投机而遭受损失，巴林银行碰到麻烦。发生了针对北太平洋股价下跌的"熊市袭击"。

《谢尔曼反托拉斯法案》(Sherman Anti-Trust)生效，使得大的集团如标准石油托拉斯成为不合法的。这使得投资者受到惊吓。国会授权给财政部买入白银来支持下跌的价格。保护性关税开始生效。

1892年3月～1893年7月。道—琼斯指数下跌43%。铁路公司大量倒闭。全国三分之一的铁轨归破产的公司所有。伊利(Erie)第三次担任破产管理官。大量的债务协议作废。因《谢尔曼白银法案》而失常的外国人涌向黄金。这进一步加剧了衰退。

股票价格在英国的巴林银行宣布受困于阿根廷的坏账问题后大幅跳水。过度扩张的铁路(大多数是英国来的资金)最终烂尾。许多铁路公司破产。国会通过了慷慨的养老金立法，这有可能会榨干美国财政部。外国人怀疑美国保持货币的黄金标准，因此涌向黄金，耗尽了美国的供给。

---

〔1〕改编自约翰·丹尼斯·布朗的《痛苦的盈利》(1994)。再次引用得到麦格劳·希尔公司许可。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1895 年 9 月～1896 年 8 月。道一琼斯指数下跌 34%。伦敦的投资者因南非黄金股票——“卡夫斯(Kaffirs)”——价格下跌遭受损失。在南非的损失导致伦敦投资者从美国市场抽取资金,进一步导致道一琼斯指数下跌。关于委内瑞拉的争论,以及对于威廉·詹宁·布赖恩(William Jenning Bryan)把白银作为备选对象的担忧加剧了痛苦。

威廉·麦克雷(Willaim Mckinley)支持总统的黄金本位,反对支持白银的民主党人威廉·詹宁·布赖恩。

1899 年 9 月～1900 年 9 月。道一琼斯指数下跌 32%。波尔战争导致伦敦“黑色一周”的巨大损失。再一次,英国投资者卖出美国股票筹集资金导致股票下跌。钢铁市场充斥着对钢铁股票的坏消息。美国军队与菲律宾起义作战。

约翰·海(John Hay),国务秘书,向欧洲各国政府发出“门户开放政策”的短信,要求他们保持中国的港口对所有的到来者开放,并且不得征收更高的关税。

国会通过了《货币法案》,使得多种类型的货币可以在需要的时候被换成黄金,并降低了对一些小社区的银行的资本要求。

1901 年 9 月～1903 年 11 月。道一琼斯指数下跌了 46%。美国处于衰退中,直到 1904 年,在经济停滞前几个月股票市场达到底部。美国钢铁公司在降低分红、关闭 25%的工厂后股价从 40 美元下跌到 10 美元。反垄断法的“强效药”使得华尔街感到沮丧。更大的托拉斯得以幸存,但是更小的垄断企业在制药、首饰、自行车、墙纸、工具等行业解散。很多保险交易作废。那些具有较强融资能力因而尝试把价格推到更高的人在这次被称为“富人的痛苦”中遭受挫折。

西奥多·罗斯福被选为总统。国会授权修建巴拿马运河。因为工人们游说成立工会的权利,煤炭工人的罢工使采煤业陷入困境,罗斯福总统威胁让联邦军队来维持煤矿运转。

委内瑞拉拒绝偿还外债后,欧洲各国阻止了它的港口。

新法案——埃尔金法案(The Elkins Act)——加强了州际商业委员会,但被证明是没有效果的。

1906 年 1 月～1907 年 11 月。道一琼斯指数下跌了 49%。铜泡沫以破灭告终。铁路公司的股价从高位下跌,直到 20 世纪 20 年代才重新回到那个价位。全球货币紧缩导致经济衰退。肥佬们在罗斯福总统不忠诚的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信用泡沫破裂中晕倒。

国会通过了《纯净食品和药品法案》。

1909 年 11 月～1911 年 9 月。道一琼斯指数下跌了 27%。州际商业委员会没有在公司要求下提高、反而降低运费后，铁路股票暴跌。许多大公司被反垄断法所起诉。欧洲人到美国卖股票出现在北美转折点的新闻中。

在涉及《谢尔曼反托拉斯法案》的执行中，大法庭命令解散标准石油公司(Standard Oil)和美国烟草(American Tobacco)公司。这对华尔街是一个重大打击。

尼加拉瓜和洪都拉斯的经济失败促使美国银行提供援救贷款。亨利·福特宣布他的公司将只生产一种型号的汽车——T 型车。大规模生产使价格降低，因此每个人都能负担起购买一部车。

1912 年 9 月～1914 年 7 月。道一琼斯指数下跌了 24%。巴尔干战争、左翼学术派选举(election of left-wing academic)、伍德罗·威尔森(Woodrow Wilson)都让华尔街担心。紧跟着衰退。铁路行业的丑闻。世界在 1914 年 7 月陷入战争，欧洲市场被贱价清仓。纽约证券交易所通过放假到 12 月中旬来避免同样的命运。官方那一年的道一琼斯指数下跌没有包括假期时段，当时股票以更低的价格在交易所门外的“水槽市场”交易。

16 次改进后通过了赋予国会权利来征收收入税，删除了先前立法里导致法官宣布收入税违反宪法的那些漏洞。联邦储备体系建立起来。1914 年 4 月，美国海军封锁了墨西哥韦拉克鲁斯(Veracruz)的港口。墨西哥的潘克维拉游击队(Mexican guerilla panchovilla)跨越边境攻击了新墨西哥州的哥伦布。

1916 年 11 月～1917 年 12 月。道一琼斯指数下跌了 40%。投资者有 3 方面忧虑：(1)威尔逊(Wilson)的和平计划将使美国远离有利可图的战争；(2)美国将会被拖入无利可图的战争；(3)没有战争转移注意力，美国政府将会对准美国的商业，实施新的规则，征收新的税种。铁路公司在政府收购的谣言中下跌。汽车制造公司的股票在政府实行钢铁配额的谣言中下跌。

德国违反先前的协议，用潜水艇攻击并击沉了美国的货船。美国对德国宣战。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1919 年 11 月～1921 年 8 月。道一琼斯指数下跌了 47%。美联储用高利率来与战后的高通胀作斗争。欧洲承受着通缩的痛苦，停止买入美国股票。自由公债(第一次世界大战时美国发行)处于熊市，汽车展列馆无人观看，通用汽车陷入困境。皮尔—箭汽车(Pierce-Arrow)公司生产流行的汽车，但股价从 83 美元跌到 9 美元。1921 年夏天，美联储采取宽松的政策降低利率。市场反弹。

钢铁工人罢工抗议每天工作 12 小时。罢工持续了数月，罢工者最终失败。《沃尔斯特禁酒法案》(Volstead Act)在威尔逊的投票中通过。威尔逊签署了《交通运输法案》，赋予州际商业委员会制定铁路运费的权利。繁荣的铁路公司被迫与他们经营不善的竞争对手分享利润。

1929 年 9 月～1932 年 7 月，道一琼斯指数下跌 89%。

1937 年 3 月～1938 年 3 月。道一琼斯指数下跌了 49%。华尔街 5 年的繁荣迎来了令人难过的结果。衰退重新回来，200 万人增加到失业名单中。工业生产下跌。日本击沉了美国在班乃岛(Panay，菲律宾中部)的炮艇，希特勒迷惑了奥地利。从这以后，由于美国为战争而准备，经济开始扩张，没有停歇一直到 1945 年为止。

劳动力问题广泛出现。美国产业联合工会中组织了汽车和钢铁工人，在通用汽车厂房前的静坐罢工作为其初次登场。罢工导致了 1937 年 10 月后的经济衰退，股票市场做出很差的反应。

参议院通过了关于全国范围内的工人工资和劳动时间的法案——1938 年 10 月开始生效。

1938 年 11 月～1939 年 4 月。道一琼斯指数下跌了 23%。在错认为希特勒是一个和蔼绅士而上涨后，卑鄙刻薄的希特勒入侵了捷克斯洛伐克后股价下跌。钢铁股遭遇最严重的下跌，这是一个令人困惑的结果，因为战争机器是靠钢铁来运行的。

罗斯福向国会申请 5.22 亿美元的国防经费，并给墨索里尼、希特勒写信要求他们停止侵略。

1939 年 9 月～1942 年 4 月。道一琼斯指数下跌了 40%。股票经历了短期的盈利是因为信息不多的投资者根据"大炮声买入股票"。让人上当的反弹让路给了 3 年的下跌。股票市场在剧烈地下跌，例如 1940 年 5 月的敦刻尔克下跌。企业盈利在上升，否则这次熊市将变得更加凶残。股价在 1942 年早期到达底部，对轰炸珍珠港做出了延迟的反应。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

希特勒在 1939 年入侵波兰，英国、法国对德宣战，并向美国的制造者下了大量的订单。罗斯福总统扩张了海军，刺激国会通过了《租借法案》，为盟国提供更多的物资。这对商业有积极的效果，增加了 600 万个工人的岗位。在这次新的繁荣中，汽车制造厂得到了如此多的新车订单，以至于他们不愿意转向军品生产。

战争多数是通过借款来获取资金，美国的总成本是3 500亿美元，是第一次世界大战的 10 倍。

1946 年 5 月～1949 年 6 月。道一琼斯指数下跌了 24%。价格如此的低，许多大型公司的销售额比它们在银行的存款还要少。股票被那些受到误导的投资者抛弃，他们认为每一次战争都会导致萧条。

战争中被压抑的需求导致消费者购买力的爆发，对电视(现在全国都普及)、洗碗机、电烤箱都有巨大的需求。一些商品供应短缺，价格剧烈上涨，煤矿、汽车、钢铁和铁路行业的工人罢工要求更高的工资。欧洲的金融危机导致美国用马歇尔计划来进行挽救。

1956 年 4 月～1957 年 10 月。道一琼斯指数下跌了 19%。汽车股由于汽车销售不良、底特律产量削减了近一半的产量而下跌。全国同时承受着通胀和衰退的痛苦。苏伊士战争、俄国坦克开入布达佩斯，以及苏联的人造卫星上天都给经济增添了阴影。

艾森豪威尔总统派遣军队到小石城来保护学校废除种族歧视。在此期间，135 家大型公司占据了美国 45%的工业产量。1957 年的衰退第一次出现商品价格没有下跌。这是因为联合企业削减产量来降低供给，而不愿意冒过度供给带来更低价格的风险。

1960 年 1 月～1960 年 10 月。道一琼斯指数下跌了 17%。在 118 年的历史中宾夕法尼亚铁路公司第一次关门。周期性公司遭受重创，办公设备公司表现良好。

1961 年 12 月～1962 年 6 月。道一琼斯指数下跌了 27%。自第二次世界大战以来最短的一次熊市。非常贵的股票下跌，自 1929 年以来市盈率最高。小盘股定价比大盘股要高，归功于新股狂热。市场在春天冷静下来，肯尼迪总统对钢铁行业进行了价格管制。

1966 年 2 月～1966 年 10 月。道一琼斯指数下跌了 25%。道指突破 1 000点，熊市很快撤退。股市因越南和通胀而痛苦。基本贷款利率在 8 个月中 4 次上调，达到了 45 年中的最高水平：6%。银行遭受信用紧缩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美联储主席要求提高税率。

1968 年 12 月～1970 年 5 月。道一琼斯指数下跌了 36%。高通胀导致了更高的利率,基础利率达到了 8.5%。更多的军队被派往越南、柬埔寨,导致更多伤亡。中央佩恩(Penn Central)破产。罗斯·佩洛特(Ross Perot)账面损失了 10 亿美元,他的电子数据系统股票价格在几周内从 164 美元下跌到 29 美元。肯特州四个学生被射杀。

1973 年 1 月～1974 年 12 月。道一琼斯指数下跌了 45%。水门事件,斯皮罗·阿格纽(Spiro Agnew,副总统),阿拉伯石油禁运,第四次中东战争,尼克松的辞职伴随着经济衰退一道把股价推下悬崖。自 1946 年以来消费者信心达到最低水平。价格高估的"漂亮 50"股价下跌最多,迪斯尼(一个典型)从 110 美元下跌到 16 美元。在底部,道一琼斯成分股以 1974 年盈利的 6 倍价格出售。

1976 年 9 月～1978 年 2 月。道一琼斯指数下跌了 27%。上涨的利率、通货膨胀、提高税率的威胁以及弱势的美元(甚至是相对低级的墨西哥比索)导致了股价下跌,特别是大盘股。在道一琼斯指数徘徊的时候,小盘股价格达到历史新高。更新的有线电视股表现很好,化工、钢铁徘徊不前。

1981 年 4 月～1982 年 8 月。道一琼斯指数下跌了 24%。美联储提高利率来与通胀对抗。基本利率达到了臭氧层的高度:20.5%,政府债的收益率达到 15%。阿根廷入侵马岛,以色列入侵黎巴嫩。通胀变为通缩,商品价格和原油开采业股票价格下跌,俄亥俄标准原油从 92 美元下跌到 28 美元。4 个著名的道一琼斯工业股(克莱斯勒、国际镍业公司、国际收割和曼维勒)每股价格都不到 10 美元,自 1932 年以来它们达到的最低价格。宾州广场银行发生丑闻。

1982 年 7 月,美联储降低利率。8 月,经济学家亨利·库夫曼博士(Dr, Henry Kaufman),也被称为世界末日博士,说他看到会有更低的利率。

1987 年 8 月～1987 年 10 月。道一琼斯指数下跌了 36%。股票回吐了在前期疯狂市场中的盈利。沿着这个方向,道一琼斯指数在一个创伤性的开盘时间中下跌了 500 点:黑色星期一。程序性交易员和"投资组合保险"因大崩盘受到谴责,但是各种一流的机构和研究小组都无法确定任何特定的罪魁祸首。

1990 年 7 月～1990 年 10 月。道一琼斯指数下跌了 20%。萨达姆·



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

侯赛因入侵科威特。7 月达到2 999.7点后，40 美元一桶的原油、国会的捣乱、上升的利率、失业和燃料账单让道一琼斯指数感到恐慌。零售行业受到冲击："有限公司"经历 50%的调整，沃尔玛下跌了 32%。日本日经指数在接近39 000点的高点后下跌了 48%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者简介

顾安，CFA、管理学硕士。1994年陕西省理科第五名考入上海交通大学，1998年升入研究生院攻读硕士学位，师从贺彭年和王义冈教授，研究知识管理与对策论。2001年3月进入上海国家信托有限公司工作，从事风险管理、证券投资、信托产品开发等工作，在信托产品创新方面具有丰富经验，曾获上海证券报主办的“诚信托”2006“中国最佳信托公司”评选最佳信托经理奖。翻译过美国作家迈克尔·E. 埃德尔森所著的《价值平均策略》，由上海财经大学出版社于2008年1月出版。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008年10月10日，纽约股市三大股指开盘暴跌，一场席卷全球的国际金融风暴扑面而来。世界经济进入又一轮的严冬。

富兰克林·D.罗斯福说：“我们唯一应该恐惧的是恐惧本身。”在这场百年一遇的危机面前，重新回顾往昔，总会让人在当下获得新的启示。

在这样的危机市场环境中，投资者应该比以往更多地得到如何盈利或者如何生存的可靠解释，罗斯查尔德在《大熊市》一书中以史为鉴，提供了对历次不稳定的处于转折的危机市场的独特的、深刻的解读，书中包括关于如何理解如下问题的具体的、通俗易懂的信息：

- 经济走向何方以及如何准确投资其中。
- 在不稳定市场的不同阶段的投资策略。
- 投资心理学、金融市场历史和著名的投资者传记。
- 投资者如何度过新经济和旧经济之间艰难的过渡。

危机，是价值的验钞机。危机总是从过度自信开始，又以信心重建结束。

通过罗斯查尔德诙谐、睿智的笔触，19世纪以来美国股市几次从空头转向多头的历史经验跃然纸上，饶有趣味。相信所有的投资者，无论新手还是专业人士，都会从中得到解读危机市场的丝丝线索。

本书作者罗斯查尔德曾与彼得·林奇合著《战胜华尔街》等多部畅销书。

本书于1998年初版，2000年再版。

本社网址：www.sufep.com



定价：28.00元

汇添富基金——长期投资致胜的选择